

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE MARCHÉ DE LA RENTE

DEPUIS 1914

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(*Sciences Politiques et Economiques*)

Présentée et soutenue le 31 Mai 1923, à 2 heures

PAR

Michel PARÈS

Président : M. ALLIX, *Professeur.*

Suffragants : MM. FERN-FAURE, *Professeur.*
NOGARO, *Professeur.*

PARIS

JOUVE & C^{ie}, ÉDITEURS

5, rue Racine, 15

1923

LE MARCHÉ DE LA RENTE

DEPUIS 1914



Digitized by the Internet Archive
in 2026

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE MARCHÉ DE LA RENTE

DEPUIS 1914

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(Sciences Politiques et Economiques)

Présentée et soutenue le 31 Mai 1923, à 2 heures

PAR

Michel PARÈS

Président : M. ALLIX, Professeur.

*Suffragants : MM. FERN-FAURE, Professeur.
NOGARO, Professeur.*

PARIS

JOUVE & C^{ie}, ÉDITEURS

15, rue Racine, 15

1923

Thèse de Doctorat

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

La situation de la France fut profondément modifiée, au point de vue financier, comme aux autres, par la guerre. La balance des comptes, qui lui était favorable en 1914, devait devenir défavorable, la partie débit de cette balance prenant une ampleur anormale et la partie crédit se resserrant à mesure que les sources de revenus du pays diminuaient. La nation en guerre ne pouvait plus, comme par le passé, exporter de grandes quantités d'objets manufacturés, la consommation intérieure, la prévoyance dirigeant la plus grande partie de la production vers la guerre et vers les stocks à constituer. Au contraire, les importations augmentaient d'une façon effrayante. L'heure n'était certes plus aux exportations de capitaux. Pour payer les achats à l'étranger, il fallut devenir emprunteur. Des crédits nous furent ouverts. Le 30 Avril 1915, les ministres des Finances de France et d'Angleterre concluaient un accord en vertu duquel il était convenu qu'en échange d'un envoi d'or de 500 millions à Londres, il serait ou-

vert au trésor français un crédit en livres sterling de 1.550.000, remboursables dans les années qui suivraient la conclusion de la paix. En février, en avril, en août 1916, nouvelles conventions à base d'envois d'or, en échange desquels il est ouvert des crédits réalisables par l'escompte en L. S de bons du Trésor Français renouvelables pendant la guerre et les années suivant la conclusion de la paix. Il fallut aussi demander des prêts aux Etats-Unis. En octobre 1915 un emprunt franco-anglais de 500 millions de frs. fut émis. En juillet 1916 nouvel emprunt de 100 millions de frs pour la France, par l'intermédiaire de l'American Foreign Securities Company. Des banques américaines consentirent des crédits. La Ville de Paris, de son côté, empruntait en Amérique du Nord (1) L'état de la balance des comptes ne permettait plus de continuer les exportations de capitaux d'avant 1914. C'était, au contraire, les titres d'arbitrage, les valeurs internationales, qui prenaient le chemin de l'étranger, laissant un trou énorme dans le portefeuille de la France.

Pour soutenir la lutte, la plus dévoratrice d'hommes et de capitaux qu'on ait jamais vue, la nation doit puiser largement dans son épargne.

Au lendemain de la guerre, les dévastations commises

(1) V. dans l'ouvrage de M. Decamps : les changes étrangers, la partie finale. La crise des changes pendant la guerre européenne 1914-1921.

privent le pays, pour un certain laps de temps, de la production des régions libérées et obligent même à reconstruire pour permettre dans l'avenir un retour à la production. La dette extérieure s'élevant à un chiffre imposant de milliards, est accrue en importance du fait de la hausse du dollar et de la livre. La perspective du remboursement de ces dettes était inquiétante dans la double situation malheureuse où la France se trouve : change très défavorable ; débiteur se dérochant devant le paiement de sa dette ; et à l'intérieur, l'équilibre du budget ordinaire n'est assuré que par des fortes augmentations d'impôts, des emprunts nouveaux doivent être émis pour consolider la dette flottante et pour permettre la reconstitution des pays envahis. Depuis l'armistice, la situation du pays a peu varié dans les faits, sinon dans les espérances qu'avaient fait naître la victoire et les clauses financières du traité de Versailles.

Débitrice de l'étranger, obligée de demander des renouvellements de prêts à ses créanciers, obligée de s'occuper seule de la reconstitution des régions dévastées la France a besoin de crédit, à l'extérieur et à l'intérieur.

Cette notion du crédit, indispensable à la poursuite et à la liquidation de la guerre, et dont l'esquisse qui précède a tendu à montrer l'importance, a constamment inspiré les pouvoirs publics dans la politique relative au marché de la rente. Depuis 1914, cette politique vise à sauvegarder le crédit de la nation vis-à-vis de l'étran-

ger et de tous les éléments de la nation elle-même.

La préoccupation dominante du gouvernement est d'éviter l'effondrement des cours des fonds publics et de maintenir ces cours aussi près que possible du pair.

Cette idée apparaît immédiatement lors de la liquidation de l'emprunt de juillet 1914 3 1/2 % amortissable. En pleine campagne de placement de cet emprunt l'Autriche lance son ultimatum à la Serbie ; la guerre éclate ; au lieu de monter, comme l'avaient espéré les souscripteurs, c'est-à-dire les spéculateurs et les établissements de crédit, les cours baissent ; au lieu de réaliser sur le grand public les bénéfices escomptés, ces souscripteurs se trouvent en présence d'une perte imminente considérable. En venant à leur secours, le gouvernement cherche non seulement à ne pas les mécontenter et à se ménager leur appui pour l'émission des emprunts de guerre projetés, mais encore à sauver le crédit du pays qui eut été gravement compromis par l'effondrement des cours du 3 1/2 % amortissable.

Telle fut la première intervention, commandée par des circonstances spéciales, de l'Etat dans le domaine du marché de la rente. Après la syncope des premiers mois de la guerre, le marché des capitaux reprend un peu de vie qui est presque entièrement consacrée aux emprunts de l'Etat sous toutes ses formes. L'Etat opère la mobilisation financière au profit de la Défense Nationale, les appels à l'épargne se succèdent : emprunt 5 % 1915, emprunt 5 % 1916, emprunt 4 % 1917, emprunt

4 % 1918. La loi du 3 avril 1918 interdisant l'exportation des capitaux a pour but de concentrer toutes les forces financières du pays (1) Puis viennent les emprunts de liquidation de la guerre et de réparation emprunts 5 % et 6 % 1920.

Normalement, tous ces titres jetés sur le marché devaient suivre les fluctuations des événements militaires politiques et économiques. Or, le gouvernement redoute ces fluctuations; il craint qu'elles n'aboutissent à des dépressions excessives, fâcheuses pour le moral même de la nation, susceptibles d'affaiblir son crédit à l'intérieur et à l'extérieur. Il s'efforce donc de stabiliser le cours de la rente.

Dans ce but il procède à deux sortes de mesures.

D'une part il prétend diriger et suspendre le jeu de la loi de l'offre et de la demande. Il impose à la chambre syndicale des agents de change, qui l'accepte de bonne grâce, sa volonté de voir inscrire des cotes officielles arbitrairement majorées. Le régime restrictif de la liberté du marché de la rente, officieusement institué en 1917, n'a pris fin que récemment.

D'autre part il cherche à animer le marché de la rente en lui créant des débouchés, soit en faveur des rentiers, soit en faveur de certains contribuables. La

(1) Au même but tend la loi de juin 1917 d'après laquelle une société, qui veut faire appel à l'épargne publique ou augmenter son capital doit obtenir l'autorisation du ministre des Finances.

loi du 26 octobre 1917 crée « Le fonds destiné à faciliter la négociation des emprunts de la Défense Nationale ». La même loi établit ce qu'on a appelé le « monnayage de la rente » en permettant aux assujettis à la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre de s'acquitter en donnant en paiement les titres des emprunts.

Ces deux catégories de mesures impriment, à partir de 1917, un caractère tout spécial au marché de la rente française.

L'étude du marché de la rente depuis 1914 comporte l'exposé et l'appréciation des diverses interventions de l'Etat que nous venons de caractériser.

Le premier chapitre sera consacré à la liquidation du 3 1/2 % amortissable.

Le chapitre deuxième aura pour objet les emprunts dont l'importance incita les pouvoirs publics à de nouvelles interventions.

Ces interventions (régime restrictif de la liberté des négociations, action en vue d'ouvrir des débouchés aux titres de rente) seront respectivement envisagées dans les chapitres troisième et quatrième.

CHAPITRE PREMIER

LA LIQUIDATION DU 3 ½ % AMORTISSABLE

I. — *L'emprunt de 1914. Ses origines. Causes du retard apporté à son lancement.*

II. — *La crise contemporaine de l'ouverture des hostilités.*

III. — *L'intervention de l'Etat pour la liquidation du 3 ½ % amortissable.*

I

L'emprunt de 1914 eut une trop grande importance, au point de vue de la direction financière des premières semaines des hostilités pour que nous n'y insistions pas. Ses origines remontent à 1913, aux difficultés budgétaires de cette époque, à la préparation de la guerre.

En 1913, il était manifeste que l'Allemagne faisait des sacrifices, imposait des prélèvements extraordinaires sur la fortune en vue de la préparation de l'armement. La France devait se préparer aux mêmes éventualités. Or, son déficit, indéniable en 1913, et en 1914.

lui posait de graves problèmes (1). La solution qui paraissait la plus normale était celle d'un emprunt en rente perpétuelle jusqu'à concurrence du montant des sommes considérables, représentant la dette flottante. Mais le Gouvernement, ne voulant pas alarmer le pays, eut d'abord recours à des expédients de trésorerie, que nous n'avons pas à décrire ici, et qui furent le compte provisionnel et les comptes spéciaux du Trésor. Finalement il fallut arriver à l'emprunt, sinon à l'emprunt en rente perpétuelle, du moins à un type d'emprunt comportant un amortissement échelonné sur de nombreuses années.

Dès le 27 mai 1913, M. Charles Dumont alors ministre des Finances, déposait un projet de loi tendant à l'ouverture dans les écritures du trésor d'un compte de la Défense nationale auquel seraient inscrites : 1^o les sommes nécessaires pour compléter et améliorer nos moyens matériels de concentration, d'instruction et d'action militaire ; 2^o les charges correspondant à l'entretien simultané de plusieurs classes sous les drapeaux. Ce compte devait être alimenté, jusqu'à concurrence d'un milliard au minimum, par des obligations du trésor, amortissable en vingt ans, et donnant un revenu net annuel exempt de tout impôt présent et futur. Faculté

(1) Pierre Baudin : *L'Argent de la France* 1914.
Landry et Nogaro : *La crise des Finances publiques*, 1914,
voir aussi les études de M. Jézé, dans *Revue de science et de législation financières*, 1913-1914.

était d'autre part accordée aux porteurs de demander, à tout moment, la conversion de leurs titres en rente 3 % perpétuelle.

Devant l'émotion suscitée par cette combinaison et l'opposition qui lui fut faite au Parlement, M. Dumont fut contraint, le 14 novembre 1913, de retirer son projet et de lui substituer celui d'une émission de rente 3 % perpétuelle en vue de subvenir aux dépenses militaires extraordinaires de la défense nationale et de l'expédition du Maroc. Le chiffre de l'emprunt est porté à 1 milliard 300 millions. Une annuité de 75 millions devait être versée chaque année à la caisse des dépôts dans le but de procéder à des rachats en Bourse, de telle sorte que la dette eût été éteinte en 30 ans.

Ce nouveau système n'eut pas, au Parlement, plus de succès que le premier. On combattit notamment la disposition qui exemptait les titres de tous impôts présents et futurs. Cette question de l'immunité de la rente suscita de vifs débats à la suite desquels M. Barthou, Président du Conseil, posa la question de confiance, et mis en minorité, dût démissionner.

Le nouveau Ministre des Finances, Monsieur Caillaux, retire le projet de son prédécesseur, mais fit pressentir un emprunt de 1 milliard 830 millions, à émissions échelonnées et comportant un amortissement rapide. Après la retraite de M. Caillaux, M. Ribot, le 12 juin 1914, se prononça en faveur de l'immunité de la rente. Le Parlement émit un vote en sens contraire. Il apparte-

nait au Ministère Viviani, qui succéda au cabinet Ribot de faire aboutir l'emprunt.

Le projet de loi du 16 juin 1914 a pour objet un emprunt destiné à subvenir aux dépenses extraordinaires de la défense nationale et aux dépenses d'occupation du Maroc. Il comporte l'émission de rentes 3 $\frac{1}{2}$ pour 100, amortissables, jusqu'à concurrence de 805 millions. Ces rentes sont frappées par l'impôt de 4 % sur les revenus des valeurs mobilières. Le taux de versement à la souscription était fixé à 91 francs pour 3 fr. 50 de rente. Les souscriptions étaient admises à partir du 7 juillet et n'étaient acceptées que jusqu'à concurrence de 7 francs de rente, soit 182 francs en capital. De plus les souscripteurs étaient seulement tenus de verser en garantie 20 francs par 7 francs de rente ou bien des bons et obligations du Trésor. Le solde ne devait être exigible qu'en trois termes : 42 francs à la répartition et 14 francs aux deux autres termes. Un délai de quinze jours était enfin accordé aux souscripteurs pour se libérer des sommes exigibles. Le projet fut voté le 20 juin 1914 (1). La situation politique explique que l'emprunt n'ait pu avoir lieu avant le mois de juillet. Si l'on s'attache à préciser les causes de ce retard, on doit mettre en relief :

(1) G. Jeze: l'emprunt français de 900 millions, dans *Revue d'économie et de législation financières* 1914, p. 444 et suivantes.

1^o Les débats interminables soulevés par la question de l'immunité fiscale de la rente.

2^o La surexcitation des passions relatives à la question de l'impôt sur le revenu.

3^o La crainte de revenir à la politique des emprunts engendrés par la guerre de 1870 et qui paraissait définitivement abandonnée depuis 1891.

4^o Le fait que le Parlement, qui avait à délibérer sur le futur emprunt, pensait aux nouvelles élections qui devaient avoir lieu en avril 1914.

Souligner chacune de ces causes n'est pas sortir de notre sujet, car la libération du 3 ½ amortissable gêne considérablement notre conduite financière au début de la guerre et ces embarras eussent été évités si l'emprunt avait été lancé plus tôt.

En 1913 et 1914, les partisans de l'immunité de la rente invoquèrent les arguments déjà produits en 1908, et les partisans de l'imposition leur répondirent par les considérations déjà émises à la même époque. Pouvait-on soutenir le principe de l'immunité en se fondant sur l'article 98 de la loi du 9 vendémiaire an vi aux termes duquel « le tiers de la dette publique conservé en inscriptions est déclaré exempt de toute *retenue* présente ou future ? » En admettant que le mot *retenue* s'applique à l'impôt, était-il possible d'admettre que le législateur de l'an vi ait voulu et pu engager indéfiniment l'avenir ? De plus, au point de vue économique et financier, que valait le système de la taxation ?

Enfin l'application de ce nouveau système était-elle opportune dans les circonstances qu'on traversait alors ? La clientèle très nombreuse des porteurs de rentes sur l'État (M. Ribot estimait en 1914 qu'il y avait entre 1 million et 1.500.000 porteurs) avait vécu sur cette idée que la rente ne serait jamais frappée. Convenait-il de frapper cette clientèle d'un impôt qui viendrait aggraver la situation créée par la baisse de la rente en capital ? En 1913 et en 1914, le 3 % était coté plus bas, en effet, qu'il ne l'avait jamais été depuis 30 ans. Imposer la rente, n'était-ce pas, au surplus, diminuer le prestige du crédit français en avouant les embarras des services de trésorerie ? Tels étaient les éléments complexes du problème dont la discussion prolongée fit traîner en longueur la réalisation de l'emprunt.

L'expérience tentée en 1914 ne fut pas renouvelée. Mais la question demeure ouverte. En novembre 1915, lors des débats relatifs à l'emprunt 5 % perpétuel, M. Ribot déclara à la Chambre des députés : « Nous ne voulons pas soulever la question de savoir s'il est bon ou mauvais que la rente soit soumise au droit commun en matière d'impôts. Aujourd'hui la question n'est pas posée. C'est uniquement en raison de l'état de fait, en raison de la situation qui résulte de la guerre, que nous déclarons qu'il est nécessaire que le nouveau titre ne soit pas soumis à l'impôt. » Il est vrai qu'à partir de 1917 et de 1920 l'État français a promis que l'impôt sur la rente ne serait plus proposé. Mais il

s'agit de savoir si des difficultés financières, plus fortes que tout, ne remettraient pas la question sur le tapis et ne commanderaient pas sa solution dans le sens de la taxation. Il nous suffit d'indiquer ces idées. Tout ce que nous avons voulu noter ici, c'est que les controverses relatives à l'imposition de 3 ½ % amortissable ont retardé — fâcheusement, en fait, puisque la guerre allait éclater — le lancement de cet emprunt.

Une autre cause de ce retard fut le déchaînement de passions auquel donnait lieu, à cette époque, le projet de réforme fiscale.

Certains adversaires de l'impôt sur le revenu présentaient cette innovation comme une mesure malencontreuse qui ne pouvait qu'ébranler le crédit public. De telles affirmations, systématiquement répétées, produisirent à la veille de la guerre un esprit alarmiste qui survécut assez longtemps (1). Or, cet esprit, dont les classes possédantes étaient imbues, explique non seulement l'abstention des capitalistes des opérations de placement de juillet 1914, mais encore l'hésitation du Parlement à voter l'emprunt.

On redoutait aussi un retour à la politique d'emprunts qui avait suivi la guerre de 1870-1871. A cette époque on s'était appliqué, pour ne pas indisposer la nation à faire face à la dette de la malheureuse guerre beaucoup

(1) Voir, notamment, l'article de M. Marion. L'impôt sur le revenu, dans la Revue politique et parlementaire du 10 janvier 1915.

plus avec l'emprunt qu'avec l'impôt. Cette méthode, dont les inconvénients s'étaient fait jour, avait pris fin depuis 1891.

Le Parlement qui avait à délibérer sur le futur emprunt pensait à la bataille électorale qui devait se livrer en avril 1914 ; il craignait que les adversaires des membres sortants, si l'emprunt en question était voté, ne leur reprochassent un retour à cette politique périmée des emprunts ; il craignait aussi de faire valoir devant le collège électoral la nécessité où l'on se trouvait de procéder à des armements et de décourager l'optimisme de l'opinion publique croyant qu'on surmonterait les difficultés internationales comme l'on en avait triomphé à l'époque d'Agadir.

Toutes ces hésitations expliquent que l'emprunt n'ait eu lieu qu'en juillet 1914. Et ce retard va être la source de graves difficultés dans la mobilisation financière de la guerre.

II

Les titres sont jetés sur le marché à un moment défavorable. Car, déjà, les bruits les plus pessimistes se répandent au sujet de nos relations avec l'Allemagne. Il est dès lors facile de prévoir que ce ne sont pas les épargnants français qui vont solliciter ces titres. L'emprunt fut souscrit surtout par les spéculateurs et les

établissements de crédit (1) ; la possibilité de se libérer par un versement de 20 francs pour 7 francs de rente avait précisément pour but, dans la pensée du Ministre des finances de faciliter la souscription à ces établissements et à ces spéculateurs. Mais, pour parvenir à faire un succès à l'emprunt, les banques épuisèrent leurs disponibilités ; elles espéraient trouver un avantage dans la différence entre le prix versé à la souscription et le prix de cession ; leurs calculs ne tardèrent pas à être déjoués. L'emprunt fut souscrit en apparence 40 fois. Simple illusion ! Bientôt il fallut alléger la situation de certains établissements de crédit, dépourvus de disponibilités par suite de l'opération qui vient d'être décrite, et faire face aux graves difficultés de placement des rentes 3 ½ %.

Il est indispensable de se placer dans l'ambiance des faits de cette époque et de se rappeler la crise contemporaine de l'ouverture et des premiers mois des hostilités.

A la fin de juillet 1914, un vent de panique souffle sur la Bourse. Les ordres de vente affluent sans trouver de contre-parties suffisantes. Les cours s'effondrent

(1) Les banquiers ont affirmé que les grosses souscriptions de juillet 1914 n'avaient pas eu un but de spéculation ; qu'elles avaient été signées sous la pression énergique du ministre des finances désireux d'obtenir un gros succès. V. sur ce point et les attitudes variées de la grande presse parisienne, suivant les époques. G. Jeze : *Les finances de guerre de la France*, dans *Revue de science et de législation financières* 1915 p. 687 et suiv. La législation du 3 ½ % amortissable.

Agents de change et coulissiers se trouvent en fâcheuse posture. Le 3 % perpétuel qui, le 23 juillet, à Paris se négociait à 81, 45, fut offert le 25 juillet, à 74 francs. Le 3 ½ amortissable, qui avait été à 91 francs, tombe de 90 à 85. Toutes les valeurs suivent un mouvement de baisse.

Dès le 25 juillet, la chambre syndicale des agents de change suspend en fait les opérations à terme. Le même jour une mesure semblable est prise par la coulisse des rentes. Les différents moratoires sont organisés. Le 28 juillet le syndicat des agents de change prie le Ministre des Finances de convoquer les représentants des grandes banques afin d'examiner les mesures à prendre en vue de la liquidation des opérations au 31 juillet ; le 29 se tient, au ministère des finances, une conférence, réunissant les représentants du parquet, de la haute banque, des autres sociétés de crédit, du syndicat des banquiers des valeurs à terme ; il est décidé que la liquidation de toutes les affaires à terme sera reportée à la fin d'août pour le marché officiel. Cette décision est homologuée par un arrêté du ministre des Finances du même jour. Il en résulte qu'acheteurs et vendeurs se trouvent désormais dans l'impossibilité de fixer les cours des opérations qu'ils avaient engagées. La coulisse, qui ne pouvait, en droit, se prévaloir de la modification statutaire du parquet, prend en fait la même attitude que celui-ci. Les opéra-

tions de liquidation sont donc complètement suspendues. Le désordre augmente.

Cette situation est confirmée par des décisions prises au cours des quinzaines suivantes, notamment par celle du 27 septembre qui suspend provisoirement toutes les demandes en paiement, toutes les actions judiciaires relativement aux ventes et achats à terme antérieures au 4 août 1914. Toutefois les sommes dues à raison de ventes, achats, reports suspendus doivent être augmentés d'un intérêt moratoire de 5 % par an.

Durant tout le mois d'août 1914 la situation s'aggrave à la Bourse de Paris. Non seulement on ne procède pas à la liquidation du 15 août, ni à celle de la fin d'août, mais, en présence de l'avance des armées allemandes, le gouvernement prend soudain la décision de fermer la Bourse de Paris. Cette mesure, confiée au préfet de police, intervient le 3 septembre 1914. Le 27 septembre la Bourse de Paris est rouverte afin de permettre la reprise des opérations au comptant.

A côté du marché officiel, le marché libre est encore beaucoup plus désorganisé à cause du caractère spéculatif des prêts de titres de crédit. En somme le marché financier est désorganisé. L'état de choses qui vient d'être rappelé comporte pour le pays les plus graves inconvénients, notamment parce que, en dehors des positions de spéculation, il existe des positions de report. Les sommes engagées en report appartenaient d'ordinaire à des capitalistes qui faisaient momenta

nément emploi de leurs capitaux afin d'obtenir une rémunération, mais qui comptaient sur la disponibilité de ces capitaux après la liquidation de l'opération. Or, dès l'instant que toute liquidation était suspendue, les entreprises financières, commerciales et industrielles se trouvaient grandement entravées.

Aurait-on pu éviter les mesures dont il s'agit ? On a soutenu, dans le monde des boursiers, que l'annulation pure et simple des opérations venant à échéance fin juillet eût mieux valu que le système des ajournements répétés. « Il est bien clair, lit-on dans l'Économiste français du 3 octobre 1914, qu'on n'en sortira plus, Si la guerre, comme celà n'est pas impossible, dure cinq à six mois, il y aura donc encore cinq à six nouveaux ajournements, ou plutôt sept à huit même car ce n'est pas immédiatement au lendemain de la paix qu'on pourra mettre fin illico à toute la série des moratoriums, et si la guerre comme certains ne cessent de le répéter, notamment les anglais, devait durer un an ou davantage, on traînerait pendant un an ce boulet de la liquidation non effectuée de fin juillet Si l'on ne voulait pas décider des opérations de Bourse fin juillet, on avait une autre alternative : c'était de décréter purement et simplement l'annulation de ces opérations pour cause d'événements majeurs survenus, qui ne pouvaient pas être prévus par les contractants. Cette annulation, quelles que soient les objections que l'on puisse soulever à son endroit, eût mieux valu

que le système des ajournements indéfinis. » (1)

Mais les personnes qui avaient intérêt à l'exécution des engagements en question répondaient qu'il était arbitraire d'en prononcer l'annulation. Lors de l'engagement pris au 15 juillet, disaient-elles, n'avait-on pas considéré qu'on se trouvait à une époque normale ? Or, en temps normal, le marché à terme sert de complément nécessaire à des opérations au comptant, voire même à des opérations commerciales. Au surplus, ajoutaient les mêmes personnes, il ne faudrait pas arguer en faveur de l'annulation du fait que les opérations engagées étaient de pure spéculation, et, par suite, peu intéressantes ; car toutes les combinaisons qui avaient lieu entre le 15 juillet et les jours suivants n'étaient pas de simples paris ; il y avait, parmi elles, nombre d'opérations très réelles dont les auteurs avaient en vue la livraison effective des titres à une époque qui semblait devoir être normale. « Tout au moins conviendrait-il, écrivait l'Économiste français (2), de donner aux acheteurs à terme qui avaient en vue un achat réel, la faculté de lever les titres. C'est une erreur de considérer tous les achats à terme comme des opérations de spéculation ; les capitalistes de quelque importance font souvent des achats à terme parce que

(1) Les nouveaux décrets sur les questions économiques et financières. *Economiste Français*, 3 octobre 1914.

(2) 3 Octobre 1914, loc. cit. p. 375.

c'est le seul moyen de se procurer une quantité un peu forte de titres et ils lèvent à la liquidation les titres dont ils sont acheteurs. C'est ainsi que bien des capitalistes ont acheté fin juillet de la rente 3 $\frac{1}{2}$ % amortissable, avec l'intention de lever les titres et ayant les fonds à cet effet dans la société de crédit ou chez l'agent de change qui étaient chargés de l'achat et l'ont effectué ; or, actuellement société de crédit ou agent de change invoque le moratorium pour retenir les fonds déposés en vue de l'achat et pour s'opposer à la levée des titres. C'est là une situation qui est très préjudiciable à ces acheteurs bona fide et qui ne peut se justifier. »

Une autre solution destinée à éviter les ajournements renouvelés de la liquidation, consistait à laisser à la charge de la chambre syndicale des agents de change tout le poids de cette liquidation. Cette chambre avait un fonds commun formé à l'aide des cautionnements des agents de change ; ce fonds ne devait-il pas jouer en l'occurrence comme il avait joué lors des faillites d'agents de change ? A cette solution on répondait qu'il y avait, vu l'énormité de la liquidation, impossibilité financière d'équilibrer les charges de la liquidation avec les ressources dont disposaient les agents de change ; on faisait surtout valoir qu'il était injuste de ne pas vouloir tenir compte du fait évident de force majeure.

En ce qui concerne la liquidation des reports, non moins pressante que celle de la liquidation des opéra-

tions à terme, on avait proposé la liquidation par paliers. Ne convenait-il pas, disait-on, de laisser les reports se liquider par eux-mêmes, en donnant simplement au débiteur la faculté d'échelonner son règlement dans un certain délai, par exemple en accordant la possibilité de liquidation en un certain nombre de quinzaines, de telle sorte que, à chacune de ces quinzaines, le reporté ne fût tenu de prendre livraison que d'une partie des titres sur lesquels il s'était fait reporter, le reporteur recevant en échange une fraction de la totalité de l'opération de report? On disait encore que les opérations pourraient être modifiées à la volonté des reportés en leur laissant la faculté de se liquider complètement s'ils le désiraient; il y avait beaucoup de chances, ajoutait-on qu'ils le désirassent, parce qu'ils étaient tenus à des intérêts moratoires fixés à 5 %. Ce système aurait eu l'avantage de ne laisser à la charge des agents de change que les quelques positions d'une clientèle totalement défailante; les débiteurs auraient donc pu être liquidés progressivement, tout en bénéficiant d'une protection; quant aux reporteurs, ils auraient été certains de rentrer assez rapidement dans les sommes qu'ils avaient avancées.

Mais, en vue de liquider la situation, on eut recours à une solution plus complexe comportant d'une part l'intervention de la Banque de France, pour soutenir la Bourse de Paris, d'autre part l'intervention de l'État pour la liquidation du 3 ½ %.

II

Dès le mois de juillet 1914 jusqu'à l'époque du premier emprunt de guerre, le ministre des finances ne cessa d'être préoccupé par le sort des certificats de rente, 3 $\frac{1}{2}$, qui n'étaient pas entièrement libérés. Se désintéresser de ces valeurs eût été risquer, au début de la guerre, une chute profonde de la rente française, c'est-à-dire la faillite du Crédit français aux yeux du monde entier. Un tel risque était inacceptable. Si un désastre financier s'était ajouté au malheur militaire, notre situation extérieure se serait complètement effondrée.

Dans un rapport au Président de la République, M. Ribot annonça son intention de « dégager le marché des titres dont le type ne pouvait plus être utilisé pour les prochaines émissions ». On prévoyait, en effet, que les emprunts à venir comporteraient des taux d'intérêts plus élevés et que le 3 $\frac{1}{2}$ ne tarderait pas à n'être plus qu'un souvenir. Mû par cette idée et par le désir d'éviter un effondrement grave des cours, M. Ribot proposa une série de mesures très souples permettant au trésor de recevoir le plus rapidement possible les fonds dus par les souscripteurs du 3 $\frac{1}{2}$ et de transformer ce type en un autre se rapprochant des types probables d'emprunts consolidés de l'avenir.

Un décret du 11 décembre 1914 permit donc aux porteurs de rentes 3 $\frac{1}{2}$ de les transformer au prix de 91 francs en titres de tous nouveaux emprunts autres

que les Bons du Trésor. Les titres contre lesquels, dès cette époque, les porteurs de 3 $\frac{1}{2}$ pouvaient en pratique faire un échange avantageux étaient des obligations type 5 % exemptes d'impôts.

A cette mesure on objectera qu'elle équivalait à un double sacrifice du Trésor. Celui-ci ne sacrifiait-il pas une partie des sommes qu'il aurait pu recevoir ? En échange de 91 francs 3 $\frac{1}{2}$ plus, d'ailleurs, une prime de remboursement de 9 francs, échelonnés sur 25 ans, le trésor donnait, en effet, une obligation 5 % dont l'intérêt était payé d'avance, obligation comportant du reste elle-même une prime de remboursement de 3 fr. 50, mais devant être remboursée à bref délai. Le trésor ne consentait-il pas ainsi, par suite de cette transformation, à une perte réelle du capital ?

D'autres protestations furent élevées par les partisans de l'impôt sur la Rente. En prenant la mesure de transformation du 3 $\frac{1}{2}$ en obligations 5 %, le gouvernement favorisait la disparition d'un titre qui était frappé à son origine même par l'impôt sur la rente. La loi du 20 juin 1914 avait en effet frappé les coupons des rentes 3 $\frac{1}{2}$ amortissables d'un taux de 4 %. Et il y avait là un précédent sur lequel on aurait pu désormais s'appuyer si la guerre n'avait soudain bouleversé la situation de notre marché financier. Or le gouvernement, en l'espèce, consentait au sacrifice dont il s'agit, non seulement dans le présent, mais aussi dans l'avenir ; car il fallait prévoir, disait-on, une augmentation de l'impôt sur le

revenu des valeurs mobilières, et, en préparant l'évanouissement du type 3 $\frac{1}{2}$, on privait le trésor d'une source future importante de revenus.

La mesure en question a-t-elle vraiment produit l'effet espéré par le ministre des finances et procuré au Trésor des sommes importantes ? Une certaine déception se manifesta. De septembre à décembre 1914, alors que la France avait d'immenses besoins de trésorerie non seulement pour l'entretien de ses armées, mais aussi pour le soutien de la Serbie et de la Belgique, le Trésor ne se trouva en possession (au mois de décembre) que de 60 millions par suite de la combinaison plus haut décrite. La plupart des détenteurs des fonds 3 $\frac{1}{2}$ étaient des spéculateurs, n'ayant aucun souci d'acquérir définitivement des titres qui immobiliseraient leurs capitaux et ayant plutôt intérêt à obtenir le plus rapidement possible des sommes destinées à rétablir la souplesse de leurs éléments d'actif. Par suite, les établissements de crédit n'étaient nullement pressés de souscrire à des obligations rapportant 5 %, mais ne constituant pas de disponibilités, or, après l'institution des moratoires, la politique de nos grandes banques, en dehors de la Banque de France, fut de renforcer leur encaisse par tous les moyens possibles, les éléments liquides permettant de faire face à une situation dont on craignait la subite aggravation.

L'opération de libération des certificats de rente 3 $\frac{1}{2}$ ne devint active qu'à la veille de l'emprunt de 1915.

Dès la fin d'août 1915, le gouvernement voyant la guerre se prolonger songea à placer un emprunt ; mai , pour le faire, il était nécessaire qu'il y eût une situation de Bourse absolument nette. Or la liquidation du 3 $\frac{1}{2}$ traînait en longueur. Le gouvernement, dans le but d'assainir la place et de procéder à la liquidation de tout le marché, demande la coopération de la Banque de France, de la Caisse des Dépôts et Consignations, de la Compagnie des Agents de Change.

Celle-ci émettait pour 75 millions de bons 6 % et passait avec la Banque de France une convention aux termes de laquelle la Banque de France portait à 250 millions le chiffre total des avances qu'elle consentait au parquet. Le trésor ajoutait une garantie éventuelle de 75 millions sous forme de bons du Trésor sans intérêts, renouvelables tous les trois mois pendant deux ans. Au moyen de ces fonds, les agents de change payèrent les différences dues à leur clientèle, telles qu'elles résultaient des sources de compensation établies au 30 septembre 1915 : ils remboursèrent intégralement les reporteurs qui désiraient rentrer dans leur argent. En outre, la Chambre syndicale des agents de change avança 35 millions à la Coullisse pour l'acquittement des différences de valeurs restées en coullisse ; celle-ci réunit à son tour 5 millions au compartiment spécial de la coullisse des rentes. La Caisse des Dépôts et Consignations reprit ferme toute la rente flottante au parquet et en coullisse, de telle sorte que tous les reports

d'argent faits sur la rente se trouvèrent remboursés.

Cette situation activa la libération des titres de rente 3 $\frac{1}{2}$. Il est d'ailleurs facile de présumer que ce ne sont pas les souscripteurs primitifs à l'emprunt qui transformèrent leurs titres en obligations. La plupart du temps, ces souscripteurs ayant, grâce aux avances de la Banque de France, libéré leurs titres, les revendirent ensuite à de nouveaux acheteurs désirant réellement opérer un placement; ces derniers transformèrent le 3 $\frac{1}{2}$ en obligations 5 %. A la fin de septembre 1915, M. Ribot put affirmer qu'il revendiquait toute la responsabilité de la liquidation du 3 $\frac{1}{2}$ et que cette opération venait de réussir pleinement, le flottant en 3 $\frac{1}{2}$ ne s'élevant plus guère qu'à une dizaine de millions.

Il convient de porter un jugement d'ensemble sur la politique suivie par le décret du 11 décembre 1914. Et d'abord les dispositions contenues dans ce décret étaient-elles légalement prises? Il n'est pas contestable que le ministre ne peut à aucun degré engager les finances de l'État pour accorder des dédommagements n'ayant pas leur cause dans une responsabilité préexistante du Trésor. Sans doute la loi du 5 août 1914 déclara le gouvernement autorisé à créer et réaliser, par simple décret, les ressources extraordinaires nécessaires pour couvrir les crédits indispensables à la conduite des opérations. Mais le gouvernement n'a pas invoqué le texte de cette loi et il n'y a pas eu, pour la transformation du 3 $\frac{1}{2}$, de décret pris en Conseil d'État. Un simple

décret ministériel décida cette mesure. Aussi bien le gouvernement lui-même a-t-il reconnu que celle-ci était extra-légale puisqu'il a demandé au Parlement, réuni à la fin de 1914, la ratification de la déclaration du 11 décembre 1914; elle lui fut accordée par la loi du 26 décembre.

Plus important est le point de savoir s'il était équitable et opportun d'alléger et d'améliorer la situation des porteurs de 3 $\frac{1}{2}$, lesquels étaient principalement des spéculateurs? A cet égard, il faut d'abord observer que la plupart de ces spéculateurs n'étaient autres que nos établissements de Crédits. Or ceux-ci étaient un élément indispensable du Crédit public; les centralisateurs des capitaux indispensables à la poursuite de la guerre. Ils méritaient qu'on vînt à leur secours; ils ont eu, notamment pendant les hostilités, le continuel souci de l'intérêt national. D'ailleurs, pour la première fois depuis un siècle, le 3 $\frac{1}{2}$ était un type frappé par l'impôt; pour cette raison même, il était combattu par les capitalistes; or à l'appel du ministre des finances, les établissements de crédit avaient répondu par leur souscription. Ne doit-on pas, dès lors, conclure que l'État était obligé, en équité, vis-à-vis d'eux?

On pouvait, d'autre part, contester l'opportunité de la transformation du 3 $\frac{1}{2}$ en un type se rapprochant d'un type en quelque sorte unique de rentes perpétuelles dans l'avenir. On pouvait soutenir que la multiplicité des types de rentes est nécessaire au marché

pour lui donner de l'animation et y provoquer des ventes et des achats (1). On pouvait également prétendre qu'une fois un titre créé et placé, en l'espèce le 3 $\frac{1}{2}$, on se trouve en présence d'une opération définitive et il n'y a pas de raison de parler d'unification. Mais en commençant son dessein de « dégager le marché des titres dont le type ne pouvait plus être utilisé pour les prochaines émissions », M. Ribot voulait simplement indiquer que le type 3 $\frac{1}{2}$ ne serait plus viable pendant longtemps ; or l'événement lui a donné raison. Au surplus il ne faut pas oublier que le salut de la Patrie était en jeu ; il convenait à tout prix d'éviter un effondrement grave des cours et cette exigence justifiait des avantages au profit des porteurs du 3 $\frac{1}{2}$ %.

(1) G. Jeze : La technique des emprunts publics. Le taux de l'intérêt. V. Unité ou diversité des titres de la Dette Publique dans Revue de science et de législation financières 1922 P. 437.

CHAPITRE DEUXIÈME

LES EMPRUNTS

Emprunts en perpétuel ou à long terme.

Bons de la Défense nationale.

Emprunts du Crédit national.

*Relations du marché de la rente et du marché général
des capitaux.*

On ne saurait prendre une connaissance sérieuse du marché de la rente française si l'on ne rappelait avec précision les titres d'emprunts émis par l'État depuis la guerre.

La France a dû faire des appels répétés et pressants à l'épargne non seulement pour la conduite de la guerre, mais pour la liquidation de celle-ci et pour le paiement des réparations. Depuis le traité de Versailles, nous jouons, en effet, le rôle de banquier de l'Allemagne. Ce rôle, nous l'avons même assumé plus tôt, puisque, dès 1916, il y a eu 345 millions de dépenses pour les réparations et la reconstitution.

Jusqu'à la fin de 1915, la dette consolidée était constituée par le fonds 3 % dont le service n'exigeait l'ins-

cription au budget de 1922 que d'un crédit de 600 millions $\frac{1}{2}$. Avant la guerre, il existait un fonds 3 % amortissable comportant jusqu'à concurrence de 157 millions pour le service des arrérages et de l'amortissement. A la veille même des hostilités, on créait le 3 $\frac{1}{2}$ % amortissable dont la réalisation s'est effectuée, nous le verrons, dans des circonstances très difficiles.

Or avec quelle éloquence se manifestèrent la puissance d'épargne de la France et la confiance des citoyens dans les destinées de la Patrie !

Le capital nominal des six emprunts émis entre 1915 et 1920 s'élevait à une centaine de milliards :

Emprunt 1915 5 %	13.307.811.581
— 1916 —	10.082.452.967
— 1917 4 %	10.209.073.214
— 1918 —	22.163.222.725
— 1920 5 %	15.757.461.000
— 1920 6 %	27.888.204.115

Soit : 99.408.225.602

Les emprunts 5 % de 1915 et de 1916 comportent un service d'arrérages de 1.012 millions ;

L'empr. 4 % 1917, un service d'arrérages de 338 millions.

— 1918, — — — — — 898 —

Ces chiffres sont donnés pour 1922, et défalcation faite, bien entendu, des conversions de titres accordés à l'occasion du dernier emprunt 6 %.

Quant à cet emprunt 6 % 1920, il comporte un service d'arrérages de 1662 millions.

Si l'on rapproche cette charge de celle de 600 millions, prévue pour le 3 % existant en 1914, on aperçoit de quel poids l'accroissement de la Dette perpétuelle pèse sur le budget général.

En ce qui concerne la dette remboursable, à côté du 3 % amortissable et du 3 ½ % amortissable, on voit s'ajouter, au début de 1920, le 5 % amortissable avec prime qui est d'ailleurs admis à la souscription de l'emprunt perpétuel 6 % 1920. Le 5 % 1920 réclame encore aujourd'hui un service de 937 millions.

Durant toute la guerre de 1914-1918, l'émission au-dessous du pair fut un dogme pour les ministres des finances français (1). Lors de l'émission du premier grand emprunt de guerre, M. Ribot écrivait le 16 novembre 1915 (Exposé des Motifs) (2).

« Le taux nominal. de la rente nouvelle est de 5 %, C'est le taux déjà admis pour les opérations de trésorerie et les emprunts à courts termes faits au nom de la défense Nationale ; le public a témoigné, par l'empressement avec lequel il a souscrit aux valeurs du trésor, de la faveur que ce taux rencontrait près de lui. L'émission ne saurait d'ailleurs être faite au pair, alors que le

(1) G. Jeze : Prime de remboursement. Les émissions au-dessous du pair, *Revue de science et de législation financière* 1922, P. 505 et suivantes — et 1918 P. 608 et suivantes.

(2) Bulletin St. Législation comp. 1915. 2. p. 606.

taux réel de placement et des obligations ressort à 5,50 % sans compter la prime de remboursement, et, d'autre part, la marge qui existera entre le prix d'émission et le pair donnera aux titres nouveaux des perspectives de plus-values essentiellement favorables au crédit de l'Etat, en vue des opérations futures. »

Tous les emprunts de guerre ou de liquidation de la guerre furent donc émis, sauf un, avec des primes de remboursement.

1 ^{er} Emprunt	Novembre	1915	5 %	à	87 fr.	25
2 ^e —	Août	1916	5 %	à	88	75
3 ^e —	Décembre	1917	4 %	à	68	60
4 ^e —	Décembre	1918	4 %	à	70	80
5 ^e —	Février	1920	5 %	à 100	remb. à	
					150 fr.	

6^e Emprunt Octobre 1920 6 % à 100.

C'est le seul emprunt émis au pair.

7^e Emprunt Octobre 1922 bons du trésor 6 % à 3 ans à 497, 50 par bons de 500 francs, bons à 5 ans remboursables à 507, 50 (le 25 septembre 1927).

Il y a donc émission au-dessous du pair, soit prime de remboursement.

Nous n'avons pas à examiner ici le projet des émissions au-dessous du pair, c'est-à-dire la question de savoir s'il vaut mieux pour un Etat, émettre un emprunt avec prime de remboursement mais avec intérêt réduit ou bien sans prime de remboursement, mais avec intérêt

plus élevé ? Ce problème se présente sous des aspects économique, politique, financier, social. Il n'est pas douteux que ce dernier point de vue est l'un des plus importantes en cette matière, car il s'agit de dire s'il est légitime, pour une génération, de se décharger sur les générations futures, grâce à l'émission au-dessous du pair, à l'intérêt peu élevé, d'une partie plus ou moins considérable des dépenses payées avec le produit de l'emprunt (1). Sans entrer ici dans un débat qui nous ferait sortir des limites de notre sujet, indiquons que la pratique moderne des Etats tend à n'émettre d'emprunts qu'au pair ou avec une très petite prime de remboursement (Etats-Unis, Allemagne, Italie, Angleterre contemporaine). En France au contraire la tradition est bien établie dans le sens des émissions au-dessous du pair et elle a été suivie au cours de la guerre 1914-1918.

Aux emprunts d'Etat, en perpétuel ou à long terme, nous devons ajouter les Bons de la Défense nationale qui représentent aussi des emprunts directs de l'Etat.

Quel est le montant des bons de la Défense Nationale en circulation ?

(1) Voir contre l'émission au-dessous du pair : G. Jeze, cours de science des finances 6^e édition 1922. Théorie générale du Crédit Public, p. 267 et suiv. et Revue de Science et de législation finan. 1922, loc. cit. et 1918, p. 608 à 627.

En faveur de l'émission au-dessous du pair Griziotti : *Giornale degli Economisti*, Août 1918.

Dans son rapport général sur le budget pour 1922, le sénateur CHÉRON (1) avait dressé un tableau complet, mois par mois, depuis Septembre 1914 jusqu'au 15 Novembre 1921, des émissions, des remboursements, des augmentations, enfin de la circulation totale de ces bons. Il constatait qu'au 15 novembre 1921, le montant des bons de la Défense Nationale en circulation s'élevait à 63.740 millions de francs.

Dans l'exposé des motifs du projet de budget pour 1923 (2) le Ministre des finances a déclaré : « Il a paru nécessaire de faire vérifier, par une enquête de l'inspection générale des finances, les chiffres inscrits jusqu'ici dans les documents officiels concernant les bons de la Défense Nationale en circulation. L'enquête a abouti à cette constatation que les bons détenus par le public au 31 Décembre 1921 s'élevaient environ à 58.500 millions au lieu de 65.420 millions (indiqués par les statistiques officielles). D'autre part, la répartition des bons, entre les diverses catégories — bons à 1 mois, à 3 mois, à 6 mois, à 1 an — a été reconnue différente — au profit des bons à 1 an — de celle qui avait été admise jusqu'alors. L'incertitude qui existe sur le montant des bons en circulation s'explique par la hâte avec laquelle a dû être organisée, dès 1914, sans moyens adéquats en personnel et en matériel,

(1) Rapport du 16 décembre 1921, n° 796, p. 137 et suivantes.

(2) Chambre des députés, 31 Mai 1922, n° 4.220 pages 86 et 87.

une émission portant sur des quantités de titres sans précédent et reposant sur des pratiques entièrement nouvelles ». — Il faut donc n'accepter qu'avec réserves les statistiques fournies par le rapporteur général de la commission des finances.

Pour être complet, nous devons faire état d'un dernier mode d'appel de l'Etat à l'épargne nationale.

Les emprunts du Crédit National (pour la reconstitution des régions libérées) ne sont pas autre chose que des emprunts d'Etat effectués indirectement.

(Voir tableau page 42)

On nous permettra de nous arrêter un instant sur l'importance des titres d'emprunts de l'Etat et de considérer les relations du marché de la rente avec le marché général des capitaux.

Durant les hostilités, l'Etat domine absolument le marché des capitaux. Il draine à lui et il mobilise presque entièrement l'épargne. Au lendemain de l'armistice, quand la vie économique renaît, l'épargne n'est plus sollicitée seulement par l'Etat, mais par toutes les entreprises privées, commerciales, industrielles, financières; celles-ci ont besoin d'argent pour fonctionner, parce que tous les prix se sont élevés; elles en ont besoin aussi pour refaire leurs installations détruites ou endommagées; elles augmentent leur capital par voie d'émission d'actions ou empruntent par la voie d'émission d'obligations. Le nombre des émissions de valeurs

Emissions du Crédit National. (1)

DATE	Montant nominal des obligations et bons	Prix d'émission	Capital en millions de francs		Taux nominal	Taux réel	
			nominal	effectif		pour le souscripteur	pour le Crédit Nat ^l
Décembre 1919	Francs 500 remb. à 600	Francs 495	Francs 4.000	Francs 3.960	% 5	% 5,65	% 6,606
Juin 1920.....	500	485	4.000	3.880	5	5,70	6,999
Octobre 1921.....	500	498,50	3.000	2.970	6	6,414	7,874
Février 1922	500	482 coupon déduit	4.710	(2) 4.500	6	6,61 moyen	8,377 moyen
Juin 1922.....	500	498,50	3.290	3.280	6	6,183 moyen	7,72 moyen

(1) D'après le rapport général de M. Bokanowski, 8 juillet 1922, Chambre n° 4.820.

(2) Y compris 1.140 millions de bons de la Défense nationale.

et leur montant atteignent des totaux sans précédents.

Il était naturel que l'accroissement considérable des demandes de capitaux détermine des taux d'intérêts de plus en plus élevés ; mais ce que nous voulons noter ici, c'est que l'Etat ayant dû emprunter depuis la guerre à des taux de plus en plus avantageux pour les prêteurs, est devenu un agent de cherté des capitaux. La concurrence de l'Etat, par suite des conditions de ses emprunts, obligeait, en effet, les Sociétés à payer aussi plus cher les capitaux dont elles avaient besoin. Ce chef, l'Etat continuait à dominer le marché des capitaux. De plus, l'immunité fiscale de la rente constituait une sorte de dangereuse surenchère. De nombreuses sociétés pour donner à leurs titres le même attrait qu'un fonds public prirent à leur charge les impôts présents et futurs frappant les revenus de leurs obligations ; d'où un alourdissement de leurs frais généraux et une diminution des dividendes servis aux actionnaires.

Les diverses émissions de rentes 5 %, 4 %, 6 % se sont fait concurrence les unes aux autres en même temps qu'aux titres des sociétés. Il en a été de même des émissions d'obligations à lots du Crédit national, de la Ville de Paris, du Crédit Foncier, des Compagnies de Chemins de fer et diverses autres qui ont emprunté soit à des taux d'intérêts élevés, soit en stipulant l'exemption d'impôts présents et futurs. Tous ces emprunts se sont fait concurrence les uns aux autres, tandis que le type 6 % du dernier emprunt était une cause de dépré-

ciation pour nombre de titres à revenu fixe donnant un intérêt inférieur.

Après ces considérations générales, nous devons nous attacher au seul marché des rentes et nous mettre en présence d'abord, du régime restrictif de la liberté des négociations organisé dans un but de stabilisation des cours.

CHAPITRE TROISIÈME

LE RÉGIME RESTRICTIF DE LA LIBERTÉ DES NÉGOCIATIONS

- I. — *La majoration arbitraire des cotes officielles.
Le marché hors cote.*
- II. — *Le retour progressif à la liberté.*

I

Dans le but louable, en lui-même, de stabiliser le cours de la rente et de maintenir le crédit de la nation, le ministre des finances a exercé sur la chambre syndicale des agents de change, durant la guerre, une pression en vue de la fixation d'un chiffre minimum des transactions portant sur chaque type d'emprunt. La chambre syndicale proposait à la Direction du mouvement général des fonds un prix déterminé pour chacun des emprunts émis depuis les hostilités ; ce prix minimum était approuvé par le Ministre ou modifié suivant ses instructions.

De là une stabilité purement *factice* des cours. « Si grande qu'ait été la confiance générale dans l'heureuse

issue de la guerre, dit M. Buffet (1), il eût été naturel que l'abondance variable des capitaux disponibles se réfléchit dans les cours et provoquât pour ceux-ci d'incessantes fluctuations. Malgré la victoire des armées alliées et associées, il eût été naturel que ces mêmes cours accusassent les répercussions plus ou moins heureuses des Conférences qui se sont succédées depuis 1919 afin de poursuivre la restauration économique de l'Europe et l'incertaine exécution des traités de paix. Vainement on essayait de donner un aspect normal à cet artifice. A chaque échéance on diminuait les cours du montant des coupons détachés. Avant la suivante on regagnait le terrain perdu. Cela dura jusqu'au milieu de 1921, puis les titres perdirent officiellement une fraction constante de leur valeur tous les trois ou six mois, donnant chaque jour à leurs porteurs l'impression d'une négociabilité moindre que celle de la veille, et, par suite, un désir plus grand de trouver, pour s'en dessaisir, les contre-parties nécessaires ».

Il est évident que la fixité des cotes prouvait leur caractère factice ; nul ne se trouvait donc sur la véritable situation, et dès lors, le but poursuivi par le gouvernement n'était pas atteint ; le crédit de la nation ne gagnait rien, en réalité, à la majoration arbitraire.

Sous un autre aspect, le but était manqué. En effet,

(1) Des mesures prises par l'Etat pour soutenir le cours des rentes françaises 1922, p. 68.

la loi de l'offre et de la demande, qu'on prétendait paralyser devait jouer envers et contre tout ; tandis que le marché officiel de la rente se réduisait, on vit se former un marché hors cote auquel il convient d'attacher toute son attention.

La grande masse des acheteurs se détourna du marché officiel de la rente ; celle-ci ne fut plus demandée que par trois catégories de personnes : l'État lui-même rachetant ses propres titres par l'intermédiaire de la caisse d'amortissement, grâce au mécanisme qui sera plus loin décrit, — la caisse des dépôts et consignations opérant pour le compte des institutions dont elle administre le patrimoine ; — les notaires, enfin, agissant au nom des individus protégés par la loi.

L'État d'abord. Sous couleur d'amortissement, il voulait créer un débouché aux titres de rente. Mais n'était-ce pas un spectacle paradoxal que celui de cet acheteur élevant de sa propre autorité les prix qu'il entendait payer aux vendeurs ? En majorant arbitrairement les prix que les libres négociations n'auraient pas atteints, il diminuait le montant des rentes qu'il pouvait se procurer à l'aide du fonds soutien. C'était une gestion maladroite.

Quant aux deux autres catégories d'acheteurs — la caisse des dépôts et consignations et les notaires — il était regrettable, comme l'a dit M. Buffet (1) — de voir

(1) loc. cit. p. 69.

se perpétuer un système imposant à tous ceux dont on entendait mettre le patrimoine à l'abri de l'infortune du sort, le cruel privilège de recourir obligatoirement au ministère des agents de change et de payer fort cher les titres dont la forme nominative leur était prescrite ».

Mais voici l'autre face du phénomène engendré par la majoration arbitraire des cotes. Alors que le marché officiel se rétrécissait, acheteurs et vendeurs se rapprochèrent et opérèrent librement.

L'évolution du marché hors cote se fit en trois phases :

1^o La première fut caractérisée par la clandestinité des opérateurs dont il s'agit ;

2^o La deuxième, par la collaboration des agents de change et des coulissiers ;

3^o la troisième par la curieuse attitude des agents de change opérant eux-mêmes en dehors du parquet.

A l'origine, il se forma des centres spontanés et épars de transactions hors cote. Rien ne pouvait empêcher que des porteurs de rentes, désireux de vendre, se rapprochassent de personnes désireuses d'acheter. Cela était possible à tous ceux auxquels la forme nominative n'était pas prescrite ; échappant aux formalités du transfert, ils n'avaient pas besoin, en fait, de recourir au Ministère des agents de change. Seulement les opérateurs s'enveloppèrent d'abord de mystère, et cette clandestinité permit des écarts considérables, atteignant six et sept points pour le 6 %, entre la cote officielle et le prix effectivement payé.

Il n'est pas douteux que ces centres occultes de transactions compromettaient les intérêts des agents de change et le recouvrement des taxes. Aux termes de l'article 14 de la loi du 13 avril 1898, « quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse doit, à toute réquisition des agents de l'enregistrement, s'il s'agit de valeurs admises à la cote officielle, représenter des bordereaux d'agents de change ou faire connaître les numéros et dates des bordereaux ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent ; et s'il s'agit de valeurs non admises à la cote officielle acquitter personnellement le montant des droits ». Sans doute, la tolérance a toujours protégé la coulisse de la rente. L'amende fiscale ne frappe pas les coulissiers qui paient le montant des droits aux agents de change, ces derniers les transmettant à l'enregistrement, de même l'administration et la jurisprudence admettent que des particuliers ne violent pas le monopole lorsqu'ils achètent ou vendent directement entre eux des valeurs mobilières, même figurant à la cote officielle, pourvu que l'opération, pratiquée au comptant, porte sur des titres possédés par le vendeur qui les livre aussitôt à l'acheteur. Mais le marché secret éloignait les opérateurs des agents de change, lésait par suite leurs intérêts en leur faisant perdre le bénéfice des opérations ainsi librement traitées, privait le fisc de ce qu'il aurait encaissé si les dites opérations avaient été officiellement effectuées.

Il advint que ce marché secret devint le secret de polichinelle. Réservés à quelques initiés, il s'ouvrit à tous. A côté de la cote artificielle une cote réelle, expression de la loi de l'offre et de la demande, fut établie ; les journaux publièrent l'écart entre les deux cours de chaque typé d'emprunt. Le Gouvernement comprit qu'il s'opposerait inutilement à ces négociations, il ferma les yeux. C'est ici que s'ouvre la deuxième période de l'évolution. Les agents de change ne pouvaient se montrer plus royalistes que le roi ; au lieu de feindre l'ignorance, ils pensèrent que mieux valait collaborer avec la coulisse afin de recueillir un bénéfice des opérations.

« Les agents de change, dit M. Buffet (1), prêtèrent leur concours aux coulissiers qui se mirent ainsi d'accord avec les règlements et n'eurent plus à craindre les investigations du fisc. Les premiers reçurent des seconds un courtage. Par un double jeu d'écritures, on mentionnait la différence entre le taux officiel qui pouvait seul figurer dans les répertoires et le prix véritable qui avait fait l'objet d'une contre-lettre. Par un phénomène d'incidence peu surprenant, c'est le vendeur qui, en définitive, supportait la commission remise à l'agent de change par le coulissier. Heureux de pouvoir réaliser une partie longtemps immobilisée de son portefeuille, il subissait volontiers une perte supplémentaire d'un

(1) *loc. cit.* p. 77.

huitième ou d'un quart de point. Ce nouvel écart disparut à la fin de l'année 1921, lorsque commença la troisième phase de l'évolution du marché hors cote ».

Dans cette troisième période, les agents de change résolurent d'opérer eux-mêmes. Ils envoyèrent leurs commis traiter la rente en dehors du parquet et contribuèrent par conséquent à violer leur propre monopole.

La négociation hors cote fut assez fréquente, en ce qui concerne les valeurs mobilières en général, au lendemain de la guerre. Avant celle-ci le marché en banque n'avait qu'une dénomination : la coulisse, coulisse des rentes, coulisse des valeurs à terme et au comptant ; or, après la guerre, en 1920 notamment, la coulisse se divisa en plusieurs coulisses, et comme si cela n'était pas suffisant, on vit s'effectuer des négociations sur des valeurs « hors cote » « les valeurs hors cote, écrivait M. Alfred Neymarck (1), devraient s'appeler valeurs insoumises, parce que leurs émetteurs, négociateurs, introducteurs ne se sont pas soumis aux prescriptions réglementaires exigées par les Chambres Syndicales des diverses coulisses pour autoriser les négociations et cotations dans ces coulisses même. Ce qui est encore plus piquant, c'est qu'il se trouve des journaux qui publient ce qu'ils appellent les cours des valeurs hors cote ».

(1) Le Ré i . 27 Décembre 192

Or la négociation hors cote des titres de rente présentait cette particularité que l'État émetteur, qui avait fait établir des cours minima artificiellement majorés, laissait se former et se publier des cours réels, et que les agents de change finirent non seulement par collaborer à cette manœuvre, mais par la pratiquer eux-mêmes directement. C'était une revanche éclatante de la loi de l'offre et de la demande. Le Gouvernement comprenait qu'il était inutile de s'y opposer. Il comprenait aussi, en présence de l'importance croissante des opérations hors cote, que cette opposition d'un marché officiel sans sincérité et d'un marché hors cote avait des conséquences malheureuses. Les porteurs de rente ne savaient pas dans quelles conditions ils pouvaient réaliser leurs titres ; et cette incertitude était peu propre à développer l'optimisme. La question du retour à la liberté des négociations, agitée dans la presse, portée à la tribune du Sénat au commencement de juin 1921, ne devait recevoir une solution qu'en avril 1922.

II

Si la liberté du marché de la rente se fit aussi longtemps attendre, c'est que les pouvoirs publics craignaient que cette mesure provoquât une baisse importante des fonds publics.

Pendant toute l'année 1920, la Bourse fût d'une fiébrilité extrême. Tout d'abord, grande période de

hausse, exagération de cette hausse, gonflement et boursoufflage de quantité de titres de toutes catégories, aussi bien au marché officiel qu'au marché en banque ; puis stagnation, léger recul suivi d'une baisse plus accentuée et enfin dépression telle que toute la plus-value acquise depuis le commencement et pendant les mois de hausse folle, disparaît et fait place à une dépréciation grave.

Les titres de rente allaient-ils donc, dès que cesserait l'intervention de l'État, subir de funestes dépréciations ? Il faut avouer que les événements politiques, économiques et financiers n'étaient pas de nature à rassurer l'opinion publique. La France, avec ses alliés, avait remporté sur les Empires centraux une incontestable victoire. Mais dans quelle mesure profitait-elle de cette victoire ?

La Conférence économique et financière, tenue à Londres, en mars 1920, avait rédigé un memorandum économique (9 mars) qui, dans sa conclusion, après avoir compris parmi les mesures nécessaires au relèvement de l'Europe, la reconstitution des régions dévastées, appelait l'attention sur la situation de l'Allemagne qui ne pouvait obtenir de crédits par suite de l'ignorance de ses obligations ; il fallait donc que cette dette fût fixée et que l'Allemagne fut autorisée à effectuer un emprunt dont le montant et les conditions seraient déterminés par la commission des réparations.

Cette déclaration fut le point de départ du mouve-

ment qui se dessina en vue de la fixation du montant total de la dette allemande. Les gouvernements alliés s'engagèrent, à la Conférence de San-Remo, dans la voie de la fixation de la dette allemande et des plans de paiement de cette dette. A l'issue de cette conférence (26 avril 1920) les chefs des gouvernements alliés envoyèrent au gouvernement allemand une lettre pour lui proposer une réunion à Spa. Toute une série de conférences de juin 1920 à mai 1921 étudièrent la question de la fixation de la dette allemande. Finalement la commission des réparations termina son travail avant que les gouvernements alliés se fussent mis d'accord ; le 28 avril 1921, elle décida que le total des obligations de l'Allemagne, du chef des réparations, se montait à 132 milliards de marks or.

Les alliés s'entendirent alors sur un plan de réparations de ces 132 milliards. Aux concessions que nous avions déjà faites à Boulogne et à Paris, nous en ajoutâmes d'autres. La partie fixe de l'annuité fut réduite à 2 milliards de marks or, la partie mobile fut formée par le prélèvement de 26 pour 100 de la valeur des exportations ; enfin les alliés pourraient mobiliser leurs créances, représentées par des obligations divisées en trois séries. La menace de l'occupation de la Ruhr, appuyée sur la mobilisation de la classe 1919, obligea l'Allemagne à accepter, le 11 mai 1921, l'ultimatum des alliés.

Mais la politique du Reich est de ne pas payer. Le

parti des grands industriels allemands a décidé de tout faire pour éviter de réparer et pour construire sa propre prospérité au détriment du traité.

Les événements se répercutaient fâcheusement sur notre situation financière. En attendant que l'Allemagne paie, les contribuables français étaient surchargés d'impôts ; la loi du 25 juin 1920 portait création de nouvelles et importantes ressources fiscales, et à la même époque se déclarait une crise économique très grave. Au lendemain de la guerre, les prix s'étaient élevés dans des proportions considérables. Il en était résulté un abaissement notable des réserves monétaires ; les acheteurs, n'ayant plus de disponibilités, ne purent plus acheter. De là une baisse de prix et une crise qui, née de l'Étranger, se répercuta sur la France.

Le moment était-il bien choisi pour rendre la liberté au marché de la rente ? N'était-il pas à craindre que le défaut de confiance, dans les circonstances politiques et économiques qui viennent d'être indiquées, amenât un fléchissement du cours des rentes ?

D'ailleurs le fléchissement allait provoquer, disait-on, une nouvelle élévation du loyer de l'argent, funeste au point de vue économique et social. La hausse de l'intérêt pesait sur les entreprises commerciales et industrielles. Cette hausse provenait notamment de l'abondance des émissions : emprunts d'État, augmentations de capital des sociétés, obligations des villes et des entreprises privées. L'État lui-même était devenu un

agent de cherté des capitaux, puisqu'il empruntait à des taux élevés ; les taux des prêts hypothécaires, communaux, commerciaux, ne pouvaient manquer de suivre le mouvement ascensionnel. Entraînées par la surenchère, nombre de sociétés prenaient à leur charge les impôts présents et futurs frappant les revenus de leurs obligations ; d'où un accroissement de leurs frais généraux et une diminution des dividendes servis aux actionnaires. Ces derniers se trouvaient, par rapport aux obligataires, dans la même situation, à certains égards, que les contribuables vis-à-vis des porteurs de rente française ; ils supportaient le poids d'un privilège dont les autres avaient la faveur entière « la part plus grande faite au capital eût entraîné la rémunération plus faible du travail, à moins qu'elle n'eût encore élevé le prix des denrées de consommation. Dans ce cas comme dans l'autre, le fléchissement du cours des rentes eût soulevé par ses répercussions des difficultés d'ordre social. La marge de garantie qu'avaient réclamée les banques au moment de consentir des avances sur titre était proportionnée à leur montant en capital. La dépréciation des gages les eût incitées à réduire les sommes qu'elles avaient prêtées ou à réclamer à leurs débiteurs un remboursement qu'ils n'auraient pu effectuer qu'au détriment de leurs affaires, en subissant sur les cours officiels une perte de plusieurs points » (1).

Les partisans du prochain retour à la liberté ne man-

(1) Buffet, loc. cit. p. 84.

quaient pas, de leur côté, d'arguments. Ils invoquaient cette réforme comme une œuvre de justice à l'égard de ceux qui avaient fait confiance à l'État, aux heures douloureuses, en lui remettant leurs disponibilités. Ils affirmaient que la baisse ne serait pas importante. N'était-il pas clair, en effet, que ceux qui désiraient se débarrasser par précaution de leurs fonds d'État ne poursuivaient plus ce but lorsqu'ils seraient certains de choisir à leur gré le moment de mobiliser leur portefeuille ? De plus n'avaient-ils pas tendance à majorer l'importance des ordres passés aux agents de change en vue d'obtenir une exécution partielle en rapport avec le nombre des titres offerts ? Il était donc permis de penser que la fin du régime restrictif amènerait la réduction ou même l'annulation des ordres de vente. Quant aux ventes forcées faites à bas prix, elles susciteraient des achats plus nombreux et arrêteraient dans leurs offres ceux qui n'auraient pas immédiatement besoin de disponibilités.

L'existence même du marché hors cote était un argument très fort en faveur du rétablissement de la liberté. La création hors bourse d'un marché où, moyennant le sacrifice de quelques points au-dessous du cours officiel, on pouvait réaliser les fonds investis dans les emprunts, ne montrait-il pas que la négociation des titres de ces emprunts était un besoin impérieux ?

Ce qui autorisait, au surplus, à dire que le recul de la rente serait modique et de courte durée, c'était la fer-

meté des bons du trésor dont le marché était libre ; c'était aussi la fermeté du 3 % qui, librement négocié, cotait 57 fr. 50 à la fin de mars 1922 et se capitalisait à 5,20 %.

Cédant à ces considérations, le Ministre des Finances, M. de Lasteyrie, envisagea le retour progressif à la liberté du marché de la rente. Deux mesures préparatoires furent alors prises ; la première fut la diminution de l'intérêt des bons de la Défense nationale.

L'arrêté du 25 février 1922 disposa en ces termes : « A partir du 12 mars 1922 et jusqu'à décision contraire, le taux d'intérêt des bons de la Défense nationale est fixé comme suit :

Bons à un an	4,50 %
— six mois	4,00 %
— trois mois	3,50 %
— un mois	3,00 %

Les souscripteurs de bons à un mois conserveront la faculté de demander le remboursement, 1, 2, 3 mois après l'émission. L'intérêt supplémentaire à leur bonifier au moment du remboursement sera calculé à raison de :

3,30 % quand le remboursement sera demandé au bout de 2 mois ;

3,50 % quand le remboursement sera demandé au bout de 3 mois ».

Le préavis d'un mois décida beaucoup de personnes, qui voulaient profiter des taux anciens, à acquérir des

bons de la Défense. Le Trésor y gagna des sommes importantes qui lui permirent de faire face aux difficultés de l'heure.

La Banque de France fut ainsi invitée par les circonstances à diminuer le taux de ses escomptes.

Lors de la crise de 1920-1921, l'épuisement des réserves monétaires s'était traduite par la tension du taux de l'escompte. Le 8 avril 1920, le Conseil de la Banque de France décida de le porter de 5 à 6 %. Le 11 mars 1922, il le ramena à 5 %.

La crise étant ainsi conjurée, et un nouveau courant d'affaires paraissant devoir bientôt s'établir, les plus scrupuleux ne craignirent plus le retour à la liberté de négociation des rentes.

Ce retour se fit par étapes. Il ne pouvait en être autrement si l'on voulait procéder avec prudence. Mais il était permis d'hésiter entre deux méthodes. On pouvait rendre d'abord la liberté aux types d'emprunt dont les cours réels étaient les plus rapprochés des cours officiels, c'est-à-dire aux deux 4 %. On pouvait, au contraire, se conformer à l'ordre chronologique. Le gouvernement se décida pour ce dernier parti.

En conséquence, le droit de libre négociation sur le marché officiel au comptant fut rendu :

Le 5 avril 1922 aux emprunts 1915 et 1916.

Le 19 avril 1922 aux emprunts 1917 et 1918.

Le 6 mai — — au 5 % amortissable.

Le 18 mai — — au 6 % perpétuel.

L'évènement démontra que les partisans du retour à la liberté avaient raison. A mesure que cette liberté renaissait, les fonds publics se maintenaient non loin du cours nominal auquel ils avaient été artificiellement maintenus.

Il reste à obtenir, pour que le marché de la rente retrouve toute sa liberté d'avant-guerre, la réouverture du marché à terme. L'horizon politique et financier ne semble pas encore assez limpide pour que cette dernière étape soit franche.

CHAPITRE QUATRIEME

L'ACTION DE L'ÉTAT EN VUE D'OUVRIR DES DÉBOUCHÉS AUX TITRES DE RENTES

I. — *Considérations générales.*

II. — *Le fonds de soutien.*

III. — *L'acquittement ou titres d'emprunts de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre.*

I

Tous les pays belligérants ont cherché à entretenir l'activité du marché des fonds publics en absorbant, dans la mesure du possible, les titres des détenteurs désirant les réaliser.

L'Allemagne garantit aux souscripteurs qu'ils pourraient toujours trouver acheteur à la Reichsbank, jusqu'à concurrence de 2.000 marks (1). Ce procédé ne fut plus possible après la Révolution. Le cours des fonds d'État s'effondra et les ordres de vente affluèrent sur le marché. Alors la Banque d'Empire forma, avec

(1) *Economiste français*, 24 janvier 1920.

toutes les maisons allemandes de crédit, au capital d'un milliard de marks, un syndicat de protection qui prit le nom de « Reichsanleike A. G. »

Une méthode différente fut suivie en Angleterre (1). M. Bonar Law, afin d'assurer la stabilité du cours des rentes, créa un « fonds de dépréciation » dans lequel le trésor puisa chaque mois une somme représentant le 1/8 du capital nominal lorsque les prix fléchissaient au-dessous de la valeur d'émission.

La France entra aussi dans la voie de la création d'un fonds d'amortissement. Ce mécanisme était rendu nécessaire par le fait du blocage des rentes. Sur le marché, les personnes qui offraient des rentes françaises ou des titres des emprunts de guerre ne trouvaient pas facilement de contre-partie. Pour vendre quelques milliers de francs de rentes, il fallait faire inscrire son offre chez les agents de change plusieurs mois à l'avance. Par suite, les détenteurs de titres, souvent des industriels et des commerçants, se trouvaient en présence de fonds immobilisés, en conséquence des impossibilités de négociation. Le fonds d'amortissement, un fonds de soutien, eut pour but d'obvier à cet inconvénient. Le gouvernement intervint pour offrir aux détenteurs de titres le débouché dont ils avaient besoin.

Au même résultat tendit l'autorisation de s'acquitter

(1) *Economiste français*, 22 Mai 1920.

en titres de rentes qui fut octroyée aux assujettis à la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre, et à partir de 1920, M. Doumer estima qu'il y aurait avantage à fondre le crédit du fonds d'amortissement et le crédit du fonds d'annulation des titres de rentes soumis au régime du paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre. En conséquence, au budget de l'exercice 1922, une somme globale de un milliard 500 millions est inscrite sous la rubrique « versements au fonds spécial d'amortissement de la dette publique », ce fonds correspondant au double mécanisme qui vient d'être indiqué.

II

La loi du 26 octobre 1917 institua un fonds spécial « destiné à faciliter la négociation des emprunts de la défense nationale ». La caisse d'amortissement, établie à cet effet, avait mission de récupérer en Bourse, dans la limite des crédits budgétaires ouverts à ce chapitre, les titres des rentes émises depuis la guerre.

Un prix maximum était fixé pour la reprise de chaque type d'emprunt. Dans aucun cas les achats ne pouvaient être effectués au-dessus de :

87,50	s'ils portaient sur les 5 % perpétuels 1915 ou 1916
70,80	— — 4 % perpétuels 1917 ou 1918
100 fr.	— — 5 % amortis ou 6 % perpétuel 1920.

La Commission de surveillance, instituée auprès de la caisse des dépôts et consignation par les lois des 26 avril 1816 et 6 avril 1876, fut chargée de régler le mécanisme des opérations.

Elle décida que « les achats seraient effectués au comptant par l'entremise de la Chambre syndicale des agents de change de Paris et qu'ils seraient portés à la connaissance du public par l'insertion au Journal Officiel, tous les dix jours, du chiffre global des sommes employées au cours de la décade écoulée, puis, le premier de chaque mois, du montant des achats journaliers effectués pendant le mois précédent. » (1)

Les opérations de la caisse d'amortissement étaient réglées au jour le jour sur la production des bordereaux d'achat de telle façon que les vendeurs reçussent de la chambre syndicale le produit de la négociation aussitôt la livraison de leurs titres.

Les titres livrés par les vendeurs étaient directement remis par la Chambre syndicale au Trésor. L'agent comptable du grand-livre, pour faire foi de l'annulation des rentes perpétuelles, et le caissier payeur-central pour attester l'inscription des rentes amortissables au nom du Trésor, délivraient des certificats qui justifiaient de l'opération auprès de la caisse d'amortissement.

« Le compte Trésor public S/c de recettes et de dépen-

(1) V. Rapports annuels faits au Parlement sur la Commission de surveillance, et Buffet, loc. cit. p. 53 et suivantes.

ses de la caisse d'amortissement était crédité des sommes allouées par la Trésor comme dotation du fonds spécial et débité du chiffre des achats effectués. »

« Son solde faisait ressortir les fonds disponibles
« déposés en compte-courant non productif d'intérêts
« jusqu'au moment de leur emploi. Un jeu d'écriture
« retraçait les opérations concernant chaque type de
« rentes. Pour chacun d'eux, en effet un compte était
« ouvert à la balance sous la rubrique « rentes tant
« pour cent » provenant des rachats. A leurs débits
« étaient portés tous les emplois effectués ; à leurs
« crédits était marqué au fur et à mesure de la réception
« des certificats, le montant en capital des rentes dont
« ils attestaient l'inscription soit au nom du Trésor,
« soit au compte de réduction de la Dette. Le solde de
« chacun d'eux indiquait le chiffre des opérations en
« cours. Leur total joint au solde du compte « Trésor
« public s/c de recettes et de dépenses de la caisse
« d'amortissement » indiquait le solde d'un dernier
« compte intitulé « fonds spécial d'amortissement des
« emprunts de la Défense Nationale » crédité des men-
« sualités reçues par le Trésor et débitée du montant
« en capital des rentes qui avaient été annulées ou
« transférées. Ni bénéfice, ni perte n'auraient pu res-
« sortir du compte général de la caisse d'amortissement
« qui limitait ses dépenses au chiffre de ses recettes
« et dont tous les frais d'administration étaient intégrés »

« lement supportés par la Caisse des dépôts et consignations. » (1)

Les mensualités destinées à alimenter le fonds spécial furent d'abord de 60 millions. Un crédit additionnel de 120 millions fut ouvert au ministère des finances sous un chapitre nouveau : « Versement au fonds spécial des emprunts de la Défense nationale. » A partir du 1^{er} janvier 1918, les mensualités furent portées à 120 millions. L'exposé des motifs de la loi du 17 janvier 1918 reconnaissait « l'efficacité de l'institution nouvelle » et affirmait « qu'il était indispensable d'augmenter temporairement ses ressources pour lui permettre d'atteindre réellement le but poursuivi. » En conséquence, la loi autorisa l'ouverture d'un crédit supplémentaire de 180 millions qui portait à 360 millions celui relatif au premier trimestre. Les crédits ont été renouvelés par toutes les lois de finances jusqu'à celle du 31 décembre 1921, et chaque fois 120 millions ont été versés par le Trésor à la Caisse d'amortissement, sauf à diminuer cette somme pour ne pas dépasser le maximum prescrit pour les fonds disponibles.

Les annexes des rapports annuels faits au Parlement par la Commission de surveillance permettent de fournir les renseignements numériques suivants sur les opérations effectuées (2).

(1) Buffet, loc. cit. p. 56.

(2) V. Buffet, loc. cit. p. 58 et suivantes.

Opérations de l'année 1917

En novembre et en décembre 1917, furent versés au fonds spécial les 60 millions prévus pour chacun de ces mois :

Le compte-courant a donc été crédité pour l'année 1917 de 120 000 000 00

Il a été employé, suivant les besoins du marché 76 249 746 78

Le solde disponible existant au 31—
décembre 1917 s'élevait donc à 43.750 253 42

Les seuls emprunts de la Défense nationale pouvant être alors l'objet de négociations étaient les deux types 5 % perpétuels émis en 1915 et 1916.

Opérations concernant l'année 1918

Le solde disponible existant au
31 décembre 1917 s'élevait à 43.750 253 42

Chaque mois furent versés, au fonds spécial, les 120 millions prévus.

Le compte-courant a donc été crédité, pour l'année 1918, de 1.440.000 000

L'ensemble des ressources se mon-
tait à la somme de 1.483.750 253 42

Il a été employé, suivant les be-
soins du marché 1.418.218 176 76

Le solde disponible existant au
31 décembre 1918, s'élevait donc à 65.532.076 66

Les achats effectués en 1918 se chiffrent pour :

Janvier à	162.569.870 55
Février à	120.599.602 80
Mars à.....	110.199.320 43
Avril à:	129.799.127 65
Mai à.....	119.999.582 10
Juin à	119.999.603 05
Juillet à	119.999.594 20
Août à	100.840.337 93
Septembre à.....	94.499.788 20
Octobre à	116.499.733 10
Novembre à	91.999.821 30
Décembre à	137.111.781 71

De ce total de 1.424.118.162 42

il convient de supprimer la différence entre les achats relatifs à 1917, qui ont été réglés en 1918 et ceux relatifs à 1918, qui restaient à régler en 1919, soit en moins

5.899.985 65

Les paiements effectués en 1918 se chiffrent donc par, :

1.418.218.176 77

En 1918, les rachats furent donc poursuivis très régulièrement et l'excédent disponible demeura sans

cesse inférieur au maximum de 360 millions fixé par la loi du 26 octobre 1917 (art. 5, § 4) et modifié par la loi du 17 janvier 1918.

Opérations concernant l'année 1919

Le solde disponible existant au 31 décembre 1918 s'élevait donc à..... 65.532.076 65

Les sommes versées chaque mois au fonds spécial furent en :

Janvier de	120.000.000 00
Février de	120.000.000
Mars de.....	74.785.174 56
Juillet de	20.746.765 20
Août de	36.996.527 85
Septembre de.....	70.604.353 42
Octobre de	14.694.062 25
Novembre de	74.112.936 96
Décembre de	120.000.000 00
	651.939.820 24

Le compte-courant n'a donc été créé pour l'année 1918, que de..... 651.939.820 24

L'ensemble des ressources se montant à la somme de 717.471.896 89

Il a été employé, suivant les besoins du marché 501.489.817 62

Le solde disponible existant au 31 décembre 1919 s'élevait donc à 215.982.079 27

Les achats effectués en 1919 se chiffrent pour :

Janvier à	13 .917 .269 11
Mai à.....	36 .861 .88
Juin à	20 .709 .903 32
Juillet à	36 .996 .527 85
Août à	70 .604 .353 42
Septembre à.....	14 .694 .062 25
Octobre à	74 .112 .936 .96
Novembre	130 .616 .745 09
Décembre	138 .372 .403 66

Soit au total.. 500 .061 .063 84

A ce total, il convient d'ajouter la différence entre les achats relatifs à 1918 qui ont été réglés en 1919 et ceux relatifs à 1919 qui restaient à régler en 1920, soit :

1 .428 .753 78

Les paiements effectués en 1919 se chiffrent donc à..... 501 .489 .817 62

Au commencement de 1919, c'est-à-dire au lendemain de la capitulation allemande, l'optimisme règne dans les milieux d'affaires. On espère une paix digne de la victoire. L'activité renaît soudain sur le marché des rentes (1). Pendant plus de trois mois, les cours dépassent

(1) V. Buffet, loc. cit. p. 64 dont nous reproduisons ici les constatations.

les prix fixés comme limites à la Commission de surveillance, c'est-à-dire 87 fr. 50 pour les 5 % et 70 fr. 80 pour le 4 %.

Les 5 % cotés 88 fr. 50 le 8 janvier 1919 montèrent à 93 fr. 75. Après l'échéance du 1^{er} février ils se traitèrent à 4 fr. 70 au-dessus du pair. Jusqu'à la fin de novembre, ils se maintinrent au-dessus du taux de reprise entraînant parfois les 4 % et principalement celui de 1918.

Ces deux types qui se négociaient entre 71 fr. 35 et 71 fr. perdirent leur avance : celle-ci qui ressortait à 0 fr. 90 après le détachement du premier coupon trimestriel avait diminué de moitié dès avril. Ces fluctuations s'accrochèrent pendant le mois de juillet. En Août se produisit une légère reprise ralentie par l'émission du Crédit national. Alors toutes les rentes s'alourdirent : le 5 % lui-même put être l'objet de quelques rachats ; ceux-ci portèrent principalement sur le 4 % 1918 et dépassèrent la dotation mensuelle en novembre et décembre.

En somme, le fonds spécial avait peu fonctionné en 1919.

L'excédent disponible avait souvent dépassé le maximum légal et la majeure partie des crédits votés par le Parlement en exécution de la loi du 26 octobre 1917 était tombée en annulation. Ces 788. 060.179 fr. 76 firent défaut durant les derniers mois. L'intervention

quotidienne de la Caisse d'amortissement n'eut alors que des résultats insignifiants (1).

Opérations concernant l'année 1920

Le solde disponible existant au
31 décembre 1919 s'élevait donc à .. 215 .982 .079 27

Sur le montant des crédits ouverts par le Parlement jusqu'à concurrence de 1.440.000.000 il est tombé en annulation au cours de l'année 1920 6.093 .794 19
comme représentant le dépassement du maximum légal qu'aurait déterminé le versement intégral des mensualités de 120.000.000.

Le compte-courant n'a donc été
crédité pour l'année 1918 que de ... 1.433 .906 .205 81

L'ensemble des ressources du
fonds spécial se montait à 1.649 .888 .285 08

Il a été employé suivant les besoins du marché 1.473 .686 .535 96

Le solde disponible existant au 31
décembre 1920 s'élevait donc à 176 .201 .749 12

(1) Buffet, loc. cit. p. 64-65.

Les achats effectués en 1920 se chiffrent pour :

Janvier à	126.441.914 35
Février à	78.775.339 83
Mars à.....	119.699.802 88
Avril à	193.399.859 33
Mai à.....	119.999.817 09
Juin à	120.999.784 90
Juillet à	89.799.839 25
Août à	119.399.850 52
Septembre à.....	165.999.803 08
Octobre à	119.599.712 73
Novembre à	119.599.797 18
Décembre à	97.599.775 05
Soit au total.....	<u>1.471.315.296 04</u>

A ce total, il convient d'ajouter la différence entre les achats relatifs à 1919 qui ont été réglés en 1920, et ceux relatifs à 1920 qui restaient à régler en 1921, soit

2.371.239 92

Les paiements effectués en

1920 se chiffrent donc à 1.473.686.535 96

Pendant cette année, il fut émis deux emprunts : l'un en rentes amortissables, l'autre en rentes perpétuelles. Les opérations de la Caisse d'amortissement portèrent sur les 5 %, 4 % 1917 et 1918 et sur le 5 % amortissable. La souscription du 6 % 1920, ouverte le 20 octobre, provoqua dès le 1^{er} septembre une perturbation dans le marché. Des versements anticipés avaient été admis ; ils portaient intérêt à 5, 75 %. Pour cette

raison, le type nouveau qui ne fut coté en Bourse qu'en 1921, pesa sur le marché durant tout le quatrième trimestre 1920.

En outre, la caisse d'amortissement ne reçut pas la totalité des crédits budgétaires ouverts pour l'exercice. Comme il restait en compte le 1^{er} mars ; 245.793.597 fr. 07, et le 1^{er} avril : 240.300.197 fr. 12, la Commission de surveillance dut réduire ses demandes pour les deux mois correspondants à 114.206.402 fr. 93 et à 119.699.802 fr. 88, de ce fait la dotation pour l'année 1920 fut diminuée de 6.093.794 fr. 19 et ramenée de 1.440.000.000 à 1.433.906.205 fr. 81 (1).

Opérations concernant l'année 1921

Le solde qui existait au 31 décembre 1920 s'élevait à 176.201.749 12

Les achats effectués en 1921 se chiffrent pour :

Janvier à	84.928.378 48
Février à	28.999.740 69
Mars à	41.999.419 86
Avril à	51.999.573 69
Mai à	48.499.724 29
Juin à	54.998.110
Juillet à	47.498.380 74
Août à	50.597.265 92

(1) Buffet, loc. cit. p. 65.

Septembre à.....	50 .596 .956 82
Octobre à	54 .997 .822 40
Novembre à	72 .496 .850 35
Décembre à	51 .997 .036 26

Soit au total..... 639 .609 .259 50

Pendant toute l'année 1921, les achats mensuels demeurèrent constamment inférieurs aux versements effectués par le Trésor, ils furent réduits par la Commission de surveillance afin que le solde disponible n'excédât pas le maximum légal. Aussi le maintien des crédits qui, depuis la fin de 1917 étaient régulièrement ouverts au titre de la caisse d'amortissement fut-il considéré comme inutile par la Commission des finances de la Chambre.

Le fonds de soutien fut supprimé le 31 décembre 1921. L'organisme qui en avait la gestion conserva cependant le reliquat des sommes qu'il avait reçues ; grâce à ces disponibilités provenant des versements effectués par le Trésor au cours des exercices précédents, la caisse d'amortissement racheta (1) :

Le 5 avril 1922 : 225.700 francs de rentes 5 %
1915-1916 représentant
un capital nominal de..... 3 .313 .385 43

Le 19 avril : 11.000 francs de rentes
4 % 1917, 147.000 francs de rentes 4 %

(1) V. Buffet, loc. cit. p. 6 et p. 90

1918, représentant un capital nominal
de 2.635.489 71

Le 5 mai : 117.445 francs de rentes
5 % amortissables 1920 représentant
un capital nominal de 2.090.548 14

Le 19 mai : 655.000 francs de rentes
6 % 1920, représentant un capital no-
minal de 10.099.627 25

Cette somme totale de 18.139.050 53

pesa sur la Bourse dans des moments opportuns.

Pendant le premier trimestre 1922, les charges d'agents de change furent privées de la quote-part qui revenait à chacune d'elles sur les 40 millions mis chaque décade par le Trésor à la disposition de la caisse d'amortissement. La seule clientèle importante qu'elles aient eue pendant ces trois mois fut donc celle des Caisses d'Épargne dont les demandes annuelles atteignent environ 800 millions en capital. Sur cette moyenne quotidienne de 2 millions $\frac{1}{2}$, l'on pouvait estimer à 136 fr. de rente, par charge, les ordres d'achat concernant le 6 % (1).

III

Un principe essentiel de notre comptabilité publique est que nul ne se libère par compensation des sommes qu'il doit au Trésor. Permettre cette compensation

(1) Buffet, loc. cit. p. 66.

était un moyen d'ouvrir un débouché aux titres de rente. Mais dans quelle mesure convenait-il d'autoriser une compensation de cette nature ?

L'Angleterre accepta une semblable modalité lorsqu'il s'agissait d'un ressource permanente du budget. En effet, pour l'acquittement des droits de succession, son gouvernement reprit au pair des rentes qu'il avait émises avec une prime de 15 %.

En France, la modalité en question ne fut admise ; en matière de ressource budgétaire permanente, que d'une manière très limitée. Le décret du 30 octobre 1918 permit seulement le paiement des droits de mutation au moyen des bons de la Défense ; encore ces bons devaient-ils être d'une valeur égale ou supérieure à 100 francs et avoir été émis avant le décès du de cujus. mais, en règle générale, la règle de non-compensation fut maintenue par le législateur français dans le domaine des ressources permanentes.

Le caractère extraordinaire de la contribution sur les bénéfices de guerre fit successivement admettre, en paiement, sans qu'échec soit fait à la dite règle, les titres des emprunts 5 % 1915 ou 1916, 4 % 1917 ou 1918, et 5 ou 6 % 1920.

La valeur de reprise fut fixée par la loi du 26 octobre 1917 au prix d'émission. Cette mesure constituait une prime à la baisse contre les intérêts du Trésor, et, d'autre part, écartait toute chance de règlement au moyen de

ceux des fonds d'État dont les prix viendraient à s'élever au-delà des limites prescrites.

C'est pourquoi la loi du 19 septembre 1918 décida, dans son article 7, reproduit par les textes ultérieurs, que l'on choisirait le cours moyen coté à la Bourse de Paris la veille de leur présentation en paiement, sans qu'il puisse être inférieur au taux d'émission fixé par décret. Quand le minimum s'appliquait, il était majoré de l'intérêt couru depuis la dernière échéance pour les rentes perpétuelles, et, pour les 5 % amortissables 1920, il était majoré en outre d'une portion de la prime de remboursement.

Le calcul de ces intérêts et de cette majoration pour prime a été étudiée avec précision par la société fiduciaire de Paris (1).

« Pour les titres 5 % 1915 et 1916, 4 % 1917 et 1918 et 5 % amortissable 1920, l'intérêt était calculé par jour, le mois étant compté pour 30 jours, en négligeant, pour chaque franc de rente, la portion inférieure à 0,01 ; pour la rente 6 % 1920, il était négligé 0,01 par chaque fraction de 3 fr. de rente. La majoration pour prime applicable à la rente 5 % amortissable 1920 était égale à l'échéance semestrielle, au produit de la différence entre le taux de remboursement et celui d'émission, c'est-à-dire au produit de la prime par le rapport du

(1) Cette étude est reproduite par M. Buffet, loc. cit. p. 37 et 38, en note.

nombre de séries déjà sorties au nombre total des séries.

« Dans l'intervalle de deux échéances, on ajoutait encore pour chaque quinzaine écoulée, la portion de prime acquise, soit $1/12$ de la différence entre la portion qui devait être acquise à l'échéance suivante et celle qui l'avait été à la dernière.

« Les rentes 5 % 1915 et 1916 ayant été émises à 87,50, le 4 % 1917 à 68,60, le 4 % 1918 à 70,80 et le 6 % 1920, au pair, soit 100 francs, leurs valeurs minima de reprise à une date qui suit de N jours le paiement du dernier coupon, sont respectivement :

Rentes perpétuelles 5 % 1915 ou 1916	87,50 + $\frac{5 N}{360}$
— — 4 % 1917	68,60 + $\frac{4 N}{360}$
— — 4 % 1918	70,80 + $\frac{4 N}{360}$
— — 6 % 1920	100, + $\frac{6 N}{360}$

Pour la rente amortissable 5 % 1920 :

Si N est le nombre de jours écoulés depuis le paiement du dernier coupon ;

s le montant de séries sorties à la dernière échéance semestrielle ;

s' le montant de séries qui seront sorties après la prochaine échéance semestrielle ;

S le nombre total de séries à amortir ;

P le nombre de quinzaines écoulées depuis la dernière échéance semestrielle ;

la prime de remboursement étant de 50 francs, la valeur de reprise d'un titre de 5 francs de rente sera de :

$$100 + \frac{5 N}{360} + \frac{s}{S} 50 + \frac{P}{12} \frac{s'-s}{S} 50$$

Ne pouvaient être présentés en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre que les titres au porteur et libérés entièrement. En échange de sa déclaration au percepteur, au receveur des finances ou au trésorier payeur général — déclaration mentionnant le numéro et le montant de chacun des titres — le contribuable recevait une quittance ou un récépissé libératoires.

La conséquence de cette mesure fut heureuse. Afin de profiter d'un écart de plusieurs points, les assujettis à la contribution se procurèrent de la rente et contribuèrent à rendre au marché de celle-ci une certaine activité.

Cette activité fut accrue, pendant un mois, par l'article 61 de la loi de finances du 31 décembre 1921, ainsi conçu : « En ce qui concerne la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre, ne pourront faire l'objet d'un paiement en rentes, les portions de contri-

butions qui n'auront pas été acquittées dans un délai de deux mois après la date de l'exigibilité légale. Toutefois, les bénéficiaires de suspension de paiement ou de sursis accordés dans les conditions prévues par les articles 15 de la loi du 31 décembre 1918, 19 de la loi du 25 juin 1920 et 3 de la loi du 7 mars 1921 pourront être admis à s'acquitter des portions de contributions visées par lesdits sursis ou suspensions au moyen des titres de rentes dont ils justifient être possesseurs dans le mois de la promulgation de la présente loi ». Ce mois a pris fin le 31 janvier 1922.

CONCLUSION

Si l'on cherche à porter un jugement d'ensemble sur les diverses interventions de l'État dans le marché de la rente depuis 1914, il faut se garder de tout esprit aprioristique qui conduirait soit à écarter systématiquement toute action de la puissance publique en cette matière, soit, au contraire, à la justifier d'une manière absolue et aveugle.

La préoccupation du Gouvernement de maintenir le crédit de la Nation, à l'extérieur et à l'intérieur, répondait à une évidente nécessité. La discussion ne peut porter que sur l'opportunité des moyens employés. Il convient donc d'apprécier chacune des interventions dont il s'agit d'après sa nature propre et les résultats qu'elle a procurés.

Les mesures prises, au début des hostilités, pour la liquidation du 3 $\frac{1}{2}$ % amortissable pourraient certainement prêter à la critique si elles n'avaient eu pour but que de venir en aide aux spéculateurs qui avaient en grande partie souscrit cet emprunt. Mais ces mesures doivent être approuvées si l'on considère d'une part que ces spéculateurs étaient à ménager à cause des emprunts de guerre projetés, d'autre part qu'il existait

une proportion intéressante de souscripteurs exempts de toute spéculation, enfin et surtout que l'effondrement des cours eût été une catastrophe financière et eût placé la France dans un péril extrême au moment où les armées allemandes marchaient vers Paris. On ne saurait faire grief au gouvernement d'avoir protégé les spéculateurs et de leur avoir consenti des avantages, dès l'instant que cette attitude était impérieusement dictée par la pensée de la défense nationale. Il ne faut pas oublier, d'ailleurs, le rôle joué dans la souscription de l'emprunt de 1914, par les établissements de crédit dont les intérêts devaient être sauvegardés dans l'intérêt même du crédit public.

Quant aux interventions de l'État qui ont eu pour objet d'éviter la dépréciation des titres de rentes émises pendant et après la guerre, elles se divisent, nous l'avons vu, en deux catégories distinctes.

En majorant arbitrairement les cotes officielles, le Ministre des finances s'est malencontreusement opposé au jeu de la loi de l'offre et de la demande. Il est bien difficile, en matière financière, de forcer les personnes averties à vivre sur une fiction. Or la facticité des cours ne pouvait jeter un voile d'illusion sur la réalité. L'erreur fut démontrée par les faits, puisque rien n'empêcha les rentes de se négocier hors cote, que le gouvernement dut laisser faire, que les agents de change eux-mêmes finirent par négocier hors du Parquet. La formation et l'importance croissante des opérations trai-

tées sur le marché libre ne furent pas l'argument le moins éloquent en faveur du retour à la liberté officielle des négociations.

Très différente, dans sa nature et dans ses effets, fut l'intervention qui consista à soutenir le cours des rentes par la création de débouchés destinés à diminuer les offres. Ici l'État n'a pas prétendu paralyser la loi de l'offre et de la demande en lui opposant un décret de puissance publique ; au lieu d'être fictive, son action a été réelle, et, par suite, opérant. Nous avons constaté que des résultats positifs ont été obtenus par l'institution du fonds de soutien et par l'acquittement en titres de rentes de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre.

De l'examen des conditions du marché de la rente depuis 1914, on voit ainsi se dégager un enseignement d'ordre très général. Le cours des fonds publics est un baromètre de la confiance de la nation en ses gouvernants, de la prospérité des affaires du pays. La hausse de la rente indique une diminution du loyer de l'argent ; elle facilite la négociation des emprunts futurs et ouvre des perspectives favorables à la conversion des emprunts antérieurs. La baisse de la rente, au contraire, révèle l'incertitude des événements, l'affaiblissement de l'optimisme, la raréfaction des capitaux disponibles. On conçoit donc que le gouvernement cherche à maintenir la cours des fonds publics à des prix aussi voisins que possible du pair. Rien n'est plus légitime que l'action

qu'il cherche à exercer dans ce sens. Mais cette action peut être efficace ou vaine.

L'idée de loi naturelle dans la science économique et financière correspond à une réalité. « L'ensemble du processus social-économique, dit M. Pierre Struvel (1), montre à l'œil empirique dans chaque fragment du temps deux séries de phénomènes. Une qui est visiblement soumise à l'action libre et rationnelle des sujets de volonté et, particulièrement, à l'ingérence du pouvoir public. Une autre qui se dérobe aussi visiblement aux actions de cet ordre. C'est dans cette dernière série de phénomènes que réside le déterminisme économique spécial, que règne la loi naturelle. D'où il résulte clairement que la loi naturelle économique, non seulement ne renie pas l'activité humaine libre et rationnelle, mais, au contraire, n'apparaît et ne devient connaissable à juste titre que par la juxtaposition et l'opposition à une telle activité ».

Cette observation s'applique dans le domaine de l'établissement du cours des fonds publics. Rien ne s'oppose à ce que, dans l'intérêt du crédit public et de la bonne gestion des finances, la puissance publique apporte son secours à la personne morale de l'État émetteur et débiteur. Mais l'action de la puissance publique est condamnée à l'insuccès si elle se mani-

(1) L'idée de loi naturelle dans la science économique, dans *Revue Economie Politique* 1921, page 481.

feste dans l'ordre des phénomènes, soustraits à la volonté, si, en d'autres termes, elle prétend supprimer la loi naturelle. L'État peut agir heureusement en offrant aux porteurs de rentes des combinaisons ingénieuses qui concilieront tous les intérêts en présence, il peut prendre position d'acheteur des titres d'emprunt en amortissant ceux-ci, il peut influencer l'activité du marché en augmentant judicieusement les demandes ou en diminuant les offres. En ce faisant, il respecte la loi naturelle, il s'y conforme et il l'utilise pour le plus grand bien du pays. Mais il se leurre s'il pense pouvoir, par un simple acte de volonté, exercer une action directe sur les cours. Car le pouvoir public ne commande pas à la loi naturelle.

Vu : le Doyen,
BERTHÉLEMY.

Vu : le Président de la Thèse,
ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :
le Recteur de l'Académie de Paris,
APPEL.

BIBLIOGRAPHIE

Allix. — Traité élémentaire de science, des finances et de législation financière française 1921.

Baudin. — L'argent de la France 1914.

Bokanowski. — Rapport général sur le budget.

Buffet. — Des mesures prises par l'Etat pour soutenir le cours des rentes françaises 1922.

Jèze. — L'emprunt français de 900 millions. Revue de science et de législation financière 1914.

Jèze. — Les finances de guerre de la France, même revue 1915.

Jèze. — La technique des emprunts publics, même revue 1922.

Jèze. — Prime de remboursement. Les émissions au-dessous du pair, même revue 1918 et 1922.

Jèze. — Cours de la science des finances 1922.

Landry et Nogaro. — La crise des finances publiques 1914.

Economiste français.

Rentier.

Revue d'Economie politique.

Revue politique et parlementaire.

Le Temps.

TABLE DES MATIERES

	Pages
INTRODUCTION	7

CHAPITRE PREMIER

La liquidation du 3 ½ % amortissable

I. — L'emprunt de 1914. — Ses origines. — Causes du retard apporté à son lancement.....	13
II. — La crise contemporaine de l'ouverture des hostilités	20
III. — L'intervention de l'Etat pour la liquidation du 3 ½ % amortissable	28

CHAPITRE DEUXIÈME

Les Emprunts

Emprunts en perpétuel et à long terme	35
Bons de la Défense Nationale	39
Emprunts du Crédit National	41
Relations du marché de la rente et du marché général des capitaux	43

CHAPITRE TROISIÈME

Le régime restrictif de la liberté des Négociations

I. — La majoration arbitraire des cotes officielles. — Le marché hors cote	45
II. — Le retour progressif à la liberté	52

CHAPITRE QUATRIÈME

*L'action de l'Etat en vue d'ouvrir des débouchés aux
Titres de rentes*

I. — Considérations générales	61
II. — Le fonds de soutien	63
III. — L'acquittement en titres d'emprunts de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre.	76
CONCLUSION	82
